

非银金融行业深度报告

财富管理系列报告之五——财富管理起源欧洲、发展于美国，未来在亚洲（公司篇）

增持（维持）

2026年01月06日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

证券分析师 罗宇康

执业证书：S0600525090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **海外财富管理的经验可以给我国带来丰富的借鉴。**国民财富不断增长的同时，居民储蓄也正加速向金融资产转移，财富管理发展具备供需两端同时发力的条件，我们认为财富管理业务从卖方销售形态转向买方投顾模式是可见的趋势。在此背景下，海外较为成熟的财富管理转型经验对我国而言具有参考借鉴的价值。
- **欧洲银行系：总资管规模高、定位富裕客群，瑞银集团在财富管理领域实力强劲。**作为唯一将财富管理业务作为核心发展战略的国际银行，瑞银 2025Q3 投资资产规模达 6.8 万亿美元，其中财富管理部门规模为 4.7 万亿美元，占比 70%。公司以财富管理为主，投行、资管为辅，形成研究、销售、产品等多方面的协同，秉持“一个公司”的核心战略。瑞银通过地域+财富双重标准筛选客户，仅服务美国、瑞士、大中华区的富裕客群，重点瞄准高净值和超高净值客户。瑞银的私人银行部门采取高端定制投顾模式，产品在数量和种类上均有较强优势，以较高的服务费率匹配相应服务质量。
- **美国银行系：历史悠久、业务协同强、关注科技，摩根士丹利是国际领先的金融服务公司。**摩根士丹利成立于 1935 年，距今已有 90 年的金融服务经验。摩根士丹利业务包括机构证券、财富管理和投资管理三个板块，2008 年金融危机后，公司将业务重心更多转向了财富管理业务，且该业务板块连续多年稳定增长。摩根士丹利的客户群体以高净值客户为主，高费率业务规模占比较高。摩根士丹利经营策略是成本管控+业务协同+薪酬激励，合理的制度安排使得业务联动获得交叉销售机会，投资顾问的生产力也日益提高。摩根士丹利高度重视现代信息技术、大力发展金融科技，据 CIO 调查，年投入占营收比一般约为 10%，远超过同一级别的其他公司。
- **服务大众零售客群、全牌照运营，美国折扣券商系嘉信理财成为全球领先的财富管理机构。**嘉信理财以折扣经纪业务起家，已完成“证券+银行+投资+信托+期货”的全牌照运营，提供一揽子综合金融服务。公司定位大众零售客群，以低价吸引零售客户，通过提高客户粘性+拓展客户群体实现资管规模的迅速增长。嘉信理财积极进行外延并购提升服务水准，并不断推出新产品，收费模式已经由流量转向存量。公司收入由 AUM 驱动，已摆脱交易佣金依赖。投顾平台方面，嘉信理财采取第三方平台模式，外包投顾团队，客户向 RIAs 咨询并支付费用，公司仅收取分成。公司投顾服务类型较多，包括自动化投顾、标准化投顾、混合型投顾及按月订阅的投顾服务等，准入门槛较低。
- **借被动投资崛起之势迅速扩张、积极布局智能投顾市场，美国基金系贝莱德资产管理规模位居全球首位。**贝莱德成立于 1988 年，是全球最大的资产管理公司。2024 年末，公司资产规模达 11.6 万亿美元。渠道端，公司客户以养老金等机构投资者为主，我们认为旗下的 iShares ETF 在被动投资崛起的背景下有望成为公司 AUM 的主要增长点。资产端，公司已由早期的固收类产品为主发展至当前以权益类投资为主、债券等产品多样化发展的体系。公司收入以基于 AUM 的基础管理费为主、业绩报酬/技术服务/产品分销/咨询服务为辅。公司通过外延并购扩张、内生有机增长、存量资产增值实现 AUM 的稳步提升。产品费率方面，依托强大的规模效应，公司在为客户提供更低费率产品的同时能够更好地控制成本。此外，贝莱德积极布局欧美智能投顾市场，大力发展数字化线上分销渠道，满足客户多样化、智能化、便捷化的投资管理需求。
- **风险提示：**宏观经济不确定性加大；财富管理行业竞争加剧；国内监管政策或有收紧。

相关研究

《看好保险 2026 年“开门红”；公募
费改第三阶段落地》

2026-01-04

《公募基金降费第三阶段落地，引导
权益类基金发展，平滑对短债基金的
影响》

2026-01-03

内容目录

1. 瑞银集团 - 欧洲银行系	5
1.1. 财富管理经营策略：“一个公司”模式	8
1.2. 财富管理目标客户：全球高净值和超高净值客户	8
1.3. 财富管理部门盈利模式：推出更多高附加值产品，提供一揽子综合解决方案	9
1.4. 采用高端定制投顾模式，服务费费率相对昂贵	10
2. 摩根士丹利 - 美国银行系	12
2.1. 业务模式：区分板块，重心在财富管理业务	13
2.2. 目标客户：以高净值客户为主	17
2.3. 经营策略：成本管控+业务协同+薪酬激励	19
2.4. 高度重视现代信息技术，大力发展金融科技	22
3. 嘉信理财——美国折扣券商系	23
3.1. 业务模式：投资者服务+顾问服务	25
3.2. 目标客户：低价吸引大众零售客户，沉淀客户资产，实现 AUM 快速增长	26
3.3. 经营策略：低价模式+开放式平台+外延并购	27
3.4. 盈利模式及收入结构：依靠客户规模优势，资管+息差双驱动	28
4. 贝莱德 - 美国基金系	32
4.1. 以养老金等机构投资者为主	34
4.2. 以权益类，被动投资产品为主，打造全谱系产品	34
4.3. 盈利模式：扩规模，降费率；以量补价	36
4.4. 智能投顾发展	39
5. 风险提示	41

图表目录

图 1: 瑞银财富管理部门及资产管理部门可投资资产规模.....	6
图 2: 瑞银投行分部税前利润及占比%	7
图 3: 2025 年前三季度瑞银业务架构及分部贡献%	7
图 4: 瑞银四大业务紧密协同, 为财富管理服务提供及时支持.....	8
图 5: 瑞银不同地区投资门槛.....	9
图 6: 瑞银财富管理部门可持续的手续费收入及占比稳步上升, 交易类收入占比下降.....	10
图 7: 瑞银提供的四种投顾服务.....	11
图 8: 2008-2024 年瑞银财富管理部门投资顾问人数	11
图 9: 瑞银财富管理部门投资顾问人均创收逐年提升.....	11
图 10: 2024 年摩根士丹利各业务部门净利润占比.....	13
图 11: 2016-2025 年上半年摩根士丹利机构证券业务净收入及同比增速	14
图 12: 2002-2025 年上半年投资管理收入及占净收入比	14
图 13: 2015-2024 年投资管理主要细分业务收入及占比	15
图 14: 2001-2025 年上半年摩根士丹利各业务部门收入占比	15
图 15: 2002-2025H1 财富管理收入及占净收入比	16
图 16: 2008-2020 年摩根士丹利财富管理细分收入及占比	17
图 17: 摩根士丹利财富管理产品平均费率 (bps)	18
图 18: 摩根士丹利各类财富管理产品结构.....	19
图 19: 摩根士丹利致力于淘汰低效产能, 仍有大幅空间.....	21
图 20: 摩根士丹利投顾人均创收稳定上升.....	21
图 21: 2018 年摩根士丹利对信息技术的投入远超同一级别的其他公司.....	22
图 22: 嘉信理财为个人投资者、企业、投资顾问提供综合财富管理服务.....	26
图 23: 嘉信理财不断降低佣金, 吸引客户.....	26
图 24: 嘉信理财的主要外延并购.....	27
图 25: 嘉信理财的 OneSource 平台提供一站式基金交易服务, 以增强客户粘性.....	28
图 26: 嘉信理财通过独立投资顾问留住客户	28
图 27: 嘉信理财营业收入、净利润及同比增速%	29
图 28: 嘉信理财 ROE 相对稳定.....	29
图 29: 嘉信理财基于 AUM 的收入模式	29
图 30: 嘉信理财客户资产规模 (十亿美元) 及同比增速.....	29
图 31: 嘉信理财接受持续咨询服务的客户资产规模.....	30
图 32: 嘉信理财 1992-2024 年收入结构	30
图 33: 嘉信理财负债结构主要以低息存款为主.....	30
图 34: 嘉信理财净息差、生息资产收益率、付息成本.....	30
图 35: 2024 年嘉信理财成本收入比相对较低.....	31
图 36: 嘉信理财平均每单位资产获客成本不断下行.....	31
图 37: 美国被动基金 (指数共同基金+ETFs) 占比扩大.....	35
图 38: 美国指数基金占比 (2010 年)	35
图 39: 美国指数基金占比 (2024 年)	35
图 40: 贝莱德资金来源以机构投资者为主.....	36
图 41: 贝莱德 2024 年产品分类 (按投资风格)	36
图 42: 贝莱德 2024 年产品分类 (按产品类型)	36

图 43: 财富管理利润由 AUM 及单位利润率驱动 37

图 44: 贝莱德不同类型产品平均基础管理费率% 37

图 45: 贝莱德营业收入及同比增速..... 38

图 46: 贝莱德营业收入构成（2018-2024 年基础管理费收入占比达 80 % 左右） 38

图 47: 贝莱德平均资产费用率（总费用/AUM） 39

图 48: 贝莱德经营利润率维持在 35%以上 39

表 1: 瑞银集团（UBS）成立后的主要并购..... 5

表 2: 全球 Top10 财富管理机构排名 - 按资产管理规模排名（24Q1） 6

表 3: 摩根士丹利发展历史..... 12

表 4: 摩根士丹利三大业务板块及其客户群体、产品和服务..... 13

表 5: 摩根士丹利财富管理业务账户模式..... 17

表 6: 摩根士丹利财富管理业务服务模式..... 18

表 7: 摩根士丹利系列举措降低财富管理成本..... 19

表 8: 摩根士丹利主要建设的三个财富管理平台总结..... 23

表 9: 嘉信理财发展历程..... 24

表 10: 全球 Top10 财富管理机构排名 - 财富管理细分领域..... 25

表 11: 嘉信理财资管及财富管理收入拆分..... 31

表 12: 贝莱德资产管理规模 2024Q1 居全球首位..... 32

表 13: 贝莱德发展历史..... 33

表 14: Scalable Capital 融资历程 39

表 15: FutureAdvisor 与美国主流智能投顾平台对比 40

1. 瑞银集团 – 欧洲银行系

瑞银集团（UBS）是全球唯一将财富管理业务作为战略核心的国际银行，在财富管理领域拥有强大的实力。1862 年，瑞银前身温特图尔银行成立。经历了 300 多次兼并重组后，瑞士联合银行（UBS）和瑞士银行公司（SBC）在 1997 年完成合并，组成了瑞银集团。1998 年，原瑞士联合银行旗下的美国对冲基金长期资本管理公司（LTCM）造成了 7.93 亿瑞士法郎的损失，瑞银在此倒逼下开始改革业务线，退出了保险业并出售了部分全球贸易融资业务，放弃了高收益证券和对冲基金的投资。另一方面，瑞银通过国际化的扩张加大对投行、财富管理业务的投入：2000 年收购了在资产管理和证券经纪业务方面久负盛名的美国著名投资银行惠普公司，落子美国市场；2003 年始，先后收购法国、德国、美国、英国等多家知名投行的财富管理分部，完善欧洲布局；2005 年，瑞银登陆中国市场。在外部兼并收购和内部有机增长的同时促进下，瑞银集团的国际化程度迅速提高，全球范围的高净值客户也进一步增加。

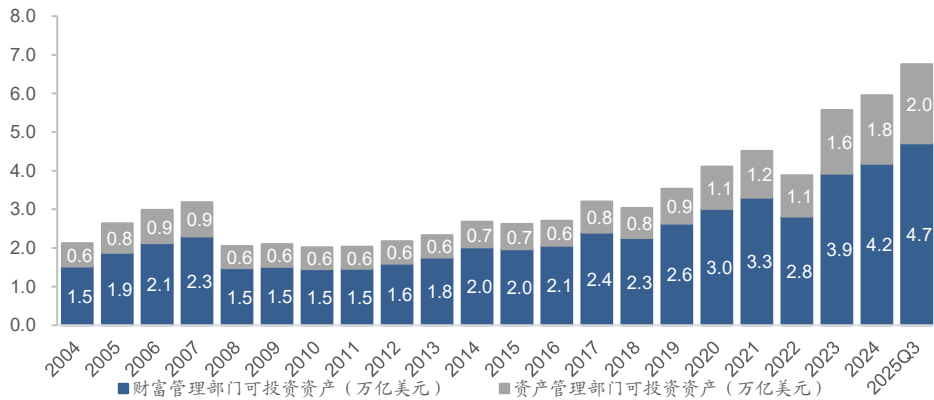
表1：瑞银集团（UBS）成立后的主要并购

时间	事件
1999 年	收购美国银行在欧洲和亚洲的私人银行业务；收购百慕大有名的全球资产管理公司；
2000 年	开拓美国市场，收购美国普惠公司（PaineWebber），普惠公司是美国第四大证券经纪商，在资产管理和证券经纪方面久负盛名。瑞银整合普惠的零售网络与自身的私人银行服务，推出“全球财富管理平台”，为高净值客户提供跨市场资产配置服务。
2003 年	收购美林银行在德国的财富管理业务； 收购荷兰银行在美国的主经纪商业务。促进了投资银行对对冲资金客户的服务；
2004 年	收购两家英国财富管理机构 Laing & Cruickshank 和 Goodman Harris； 收购美国运通在卢森堡的私人银行业务；
2005 年	与中国国家开发投资公司合资成立国投瑞银基金管理公司，登陆中国。收购美国能源投行考夫曼兄弟（KBW），强化大宗商品与能源金融服务能力
2024-2025 年	瑞银完成与瑞信的法律实体合并。12 月，完成卢森堡、中国香港地区客户账户迁移； 2025Q1，整合计划取得关键进展，瑞士分行网络合并完成，95 家原瑞信分行并入瑞银体系，形成 195 家覆盖全瑞士的网点

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

资管规模维持近 20 年稳定增长，行业地位全球领先。瑞银集团的投资资产规模在 2004-2024 年间从 2.1 万亿美元增长至 6.0 万亿美元，年复合增速为 5.3%。在合并瑞信后，2025 年三季度末，公司投资资产规模进一步提升至 6.8 万亿美元。公司的 AUM 主要来自财富管理部门和资产管理部门，2024 年公司财富管理部门可投资资产规模为 4.2 万亿美元，占比 70%。截至 1Q24，根据 ADV Ratings 统计，全球前 10 大资管机构 AUM 近 48 万亿美元，前两名分别为贝莱德（10.5 万亿美元）、先锋（9.3 万亿美元），瑞银以 2.6 万亿美元成为全球第 9 大资管机构。

图1：瑞银财富管理部门及资产管理部门可投资资产规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：全球 Top10 财富管理机构排名 - 按资产管理规模排名（24Q1）

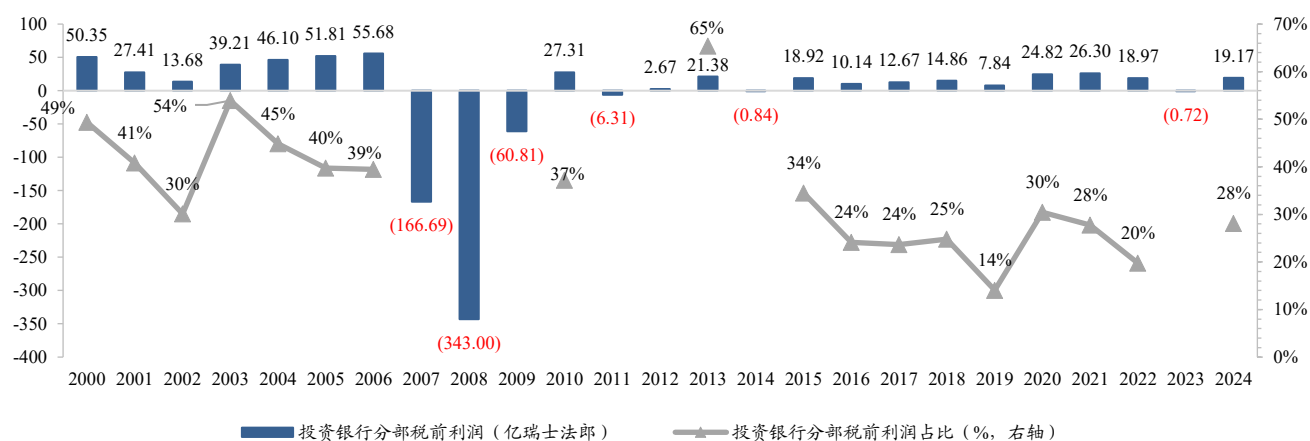
排名	财富管理机构	国家/性质	资产管理 AUM (万亿美元)
1	贝莱德 (BlackRock)	美国/基金系	10.5
2	先锋 (Vanguard)	美国/基金系	9.3
3	富达 (Fidelity)	美国/基金系	5.3
4	道富 (State Street)	美国/银行系	4.3
5	摩根士丹利 (MS WM)	美国/银行系	3.6
6	摩根大通 (JPM)	美国/银行系	3.6
7	法国农业信贷银行 (MS WM)	法国/银行系	2.9
8	高盛 (Goldman Sachs)	美国/银行系	2.8
9	瑞银集团 (UBS)	美国/银行系	2.6
10	资本集团 (Capital Group)	美国/银行系	2.6

数据来源：ADV Ratings，东吴证券研究所

财富管理优势显著，投资银行业务寻求新突破。公司首先锚定美国市场进行投资银行业务的突破，2000-2003 年，公司在美国市场的份额快速从 1%增长至 5.4%。与此同时，公司将固定收益、利率、汇率业务线进一步拓展，并积极关注新兴市场和欧洲市场的衍生品业务。2003 年，瑞银投行税前利润为 39 亿瑞士法郎，占集团税前收入比重高达 54%，投行业务发展初现成效。2005 年，瑞银集团宣布对所有业务采取统一品牌的策略，瑞银华宝（UBS Warburg，投资银行业务）、瑞银普惠（UBS PaineWebber，投资银行业务）、瑞士银行私人银行（UBS Private Banking，私人银行和资产管理业务）、瑞银环球资产管理（UBS Global Asset Management，国际业务）等原有的四大业务品牌重组

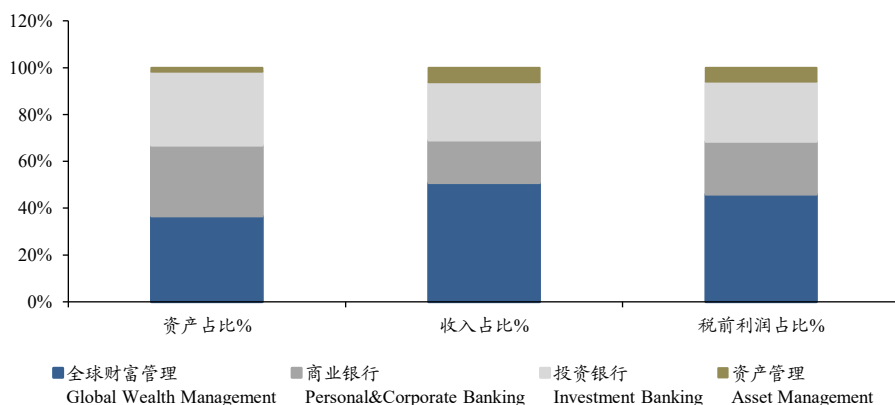
为以 UBS 命名的三大业务：瑞银财富管理（UBS Wealth Management）、瑞银环球资产管理（UBS Global Asset Management）、瑞银投资银行（UBS Investment Bank），重组战略也使得投行业务持续录得稳定增速。2007 年在金融危机冲击下，瑞银集团投行业务发生巨额亏损，压力下瑞银集团进行改革，将成本与人力逐步投入了财富管理部门。2011 年，瑞银确立“瑞银集团的战略以全球领先的财富管理业务及位于瑞士的卓越全能银行业务为核心，协同发展资产管理和投资银行业务”的战略目标，重心向财富管理业务倾斜。2024 年，瑞银全球财富管理业务仅占用集团 40% 的资产，但贡献了 51% 的营收和 41% 的税前利润。整合瑞信后，2025 年三季度末，瑞银全球财富管理板块总资产大幅提升至 5793 亿元，但占比下降至 37%，前三季度营收占比及税前利润占比分别为 51% 和 46%，较 2024 年略有提升，资产使用效率进一步提升。

图2：瑞银投行分部税前利润及占比%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2025 年前三季度瑞银业务架构及分部贡献%



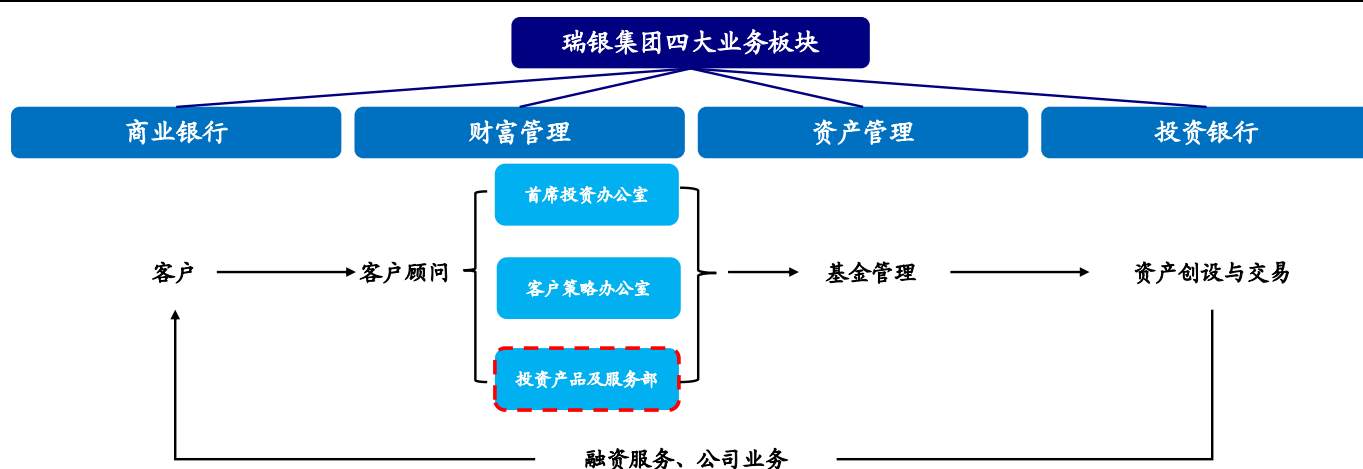
数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：计算占比时忽略各部门之间重叠抵消部分。

1.1. 财富管理经营策略：“一个公司”模式

瑞银深耕财富管理领域，通过深度协同投资银行、资产管理、商业银行和财富管理部门，形成研究、销售、结构产品和客户的有机链接，构建以客户为中心的“一个公司”（One-firm）战略。瑞银集团通过以下机制达到业务协同：1）商业银行通过渠道提供庞大的客户群体，并通过门槛进行筛选，推至财富管理部门；2）投行部门通过投研服务进行支持，提供发行、交易、咨询等一揽子解决方案；3）资产管理部门则发行公募、私募等各类产品供客户选择；4）同时，投行和商业银行还可通过抵押为客户提供融资服务，形成了业务的闭环。

设立多个职能部门，保证财富管理业务质量。1）客户战略办公室（CSO）：负责了解客户需求、行为和偏好，设计产品并更好地为客户服务。2）投资产品及服务部（IPS）：是“一个公司”财富管理模式的核心，该部门是投资银行、全球资产管理以及财富管理和瑞士银行顶尖投研团队的聚集地，致力于为客户提供产品、投资解决方案、综合性金融服务等一揽子解决计划。IPS也使得投行、资产管理部门与财富管理部门建立了联系。3）首席投资办公室（CIO）：负责战略制定层面，在了解各方意见的基础上，做出对宏观经济的预测和对各类工具的投资判断。

图4：瑞银四大业务紧密协同，为财富管理服务提供及时支持



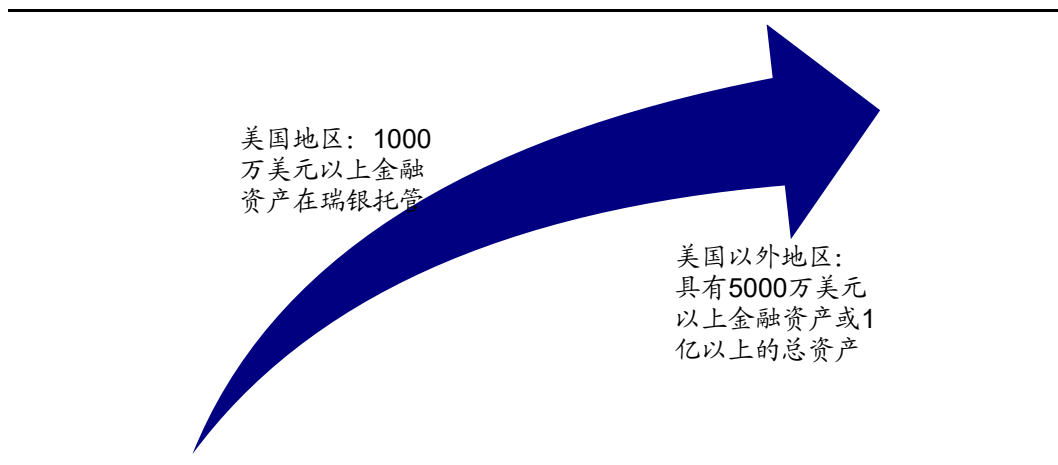
数据来源：《UBS 2018 GWM Investor Update》，东吴证券研究所

1.2. 财富管理目标客户：全球高净值和超高净值客户

瑞银集团坚持“服务于全球高净值和超高净值客户”的策略。瑞银仅锚定具有高增速、规模大特点的市场，比如美国、瑞士、大中华区等，服务范围也仅限于富裕客群。目前，瑞银也按照地域和资产规模的双重标准执行客户细分：提高国际和瑞士地区的客户门槛，为拓宽美国市场降低美国地区业务门槛。在美国以外地区，超高净值客户要求具有 5000 万美元以上金融资产或 1 亿以上的总资产；美国客户要求 1000 万以上金融资产

产在瑞银托管。

图5：瑞银不同地区投资门槛



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

瑞银特别关注超高净值客户服务：2006-2008 年瑞银在美国启动并建立了 9 家私人财富管理中心；2011 成立了全球家族办公室；2013 年成立了美洲家族办公室；2016 年成立超高净值客户部。瑞银超高净值客户可投资资产从 2014 年 0.87 万亿美元上升到 2019 年 1.37 万亿美元，年化复合增速高达 9.5%，占全部可投资资产比例从 43% 上升至 52%。全球化布局使瑞银能够享受世界各地的经济增长红利，并依靠不同地区的布局对冲风险以平稳 AUM 增长，保证了 AUM 稳步提高。

1.3. 财富管理部门盈利模式：推出更多高附加值产品，提供一揽子综合解决方案

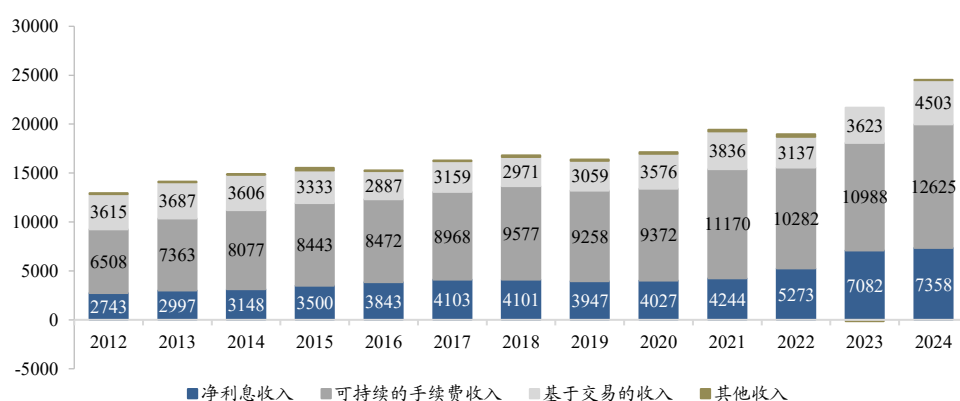
瑞银财富管理部门业务收入分为可持续的手续费收入、利息收入和基于交易的收入。瑞银将重心放在能够带来丰厚手续费和利息收入的委托渗透率和贷款渗透率提升上，主要方式是推出更多的高附加值产品，并通过自身的一揽子综合性解决方案，两者结合来提高委托类业务投资业绩。

- **可持续的手续费收入是瑞银财富管理第一大收入。**2012-2024 年收入占比超过 50%，大部分来源于委托类服务。在基于客户资产收费的定价方式下，客户经理、财富管理机构以及客户三者的利益更加统一。公司基于客户 AUM 规模创收，客户经理基于给客户创造的收入获得薪酬，客户经理有足够动力为客户取得更好投资业绩和推动客户 AUM 增长，三方利益一致性推动公司与客户建立长期信任关系。从地域分布来看，拉美、瑞士、欧洲委托账户渗透率更高，2012 年-2024 年均在 30% 以上，亚洲委托占比较低，仅 13%，是瑞银未来增长空间。

- 2012-2024 年，利息收入占比近 25%。来源于借贷类服务，金融危机以来传统投资产品增长乏力，因此瑞银加大在银行信贷产品上的推广力度，使得利息收入贡献度逐步提高，也成为瑞银发展的重点。瑞银财富管理依托与银行和投行的紧密关系，挖掘客户借贷需求，提供抵押、质押、保证融资服务，积极推动交叉销售，为客户提供恰到好处的借贷服务，提高贷款渗透率。
- 2012-2024 年，基于交易的收入占比约 20%。来源于非委托类服务，基于交易量收费，例如经纪佣金和信用支付收费。

图6：瑞银财富管理部门可持续的手续费收入及占比稳步上升，交易类收入占比下降

(百万美元，2015年及往前单位为百万瑞士法郎)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 采用高端定制投顾模式，服务费费率相对昂贵

瑞银集团采用高端定制投顾模式，为不同客户提供了数量丰富、种类齐全的产品，因此服务费费率也相对昂贵。瑞银的大部分服务按照管理资产的规模收取费用、没有最低年费，且最高年费为 2.5%，高出市场一倍以上。瑞银投顾服务产品中，最低账户规模要求最高的是瑞银资产管理计划（需达到 1500 万美元），主要服务高净值人群和企业机构、面向富裕人群的还有最低账户规模要求 5 万美元的瑞银战略顾问项目、最低账户规模为 1 万美元的瑞银 PACE 计划和瑞银咨询投资组合计划。在这四类服务当中，瑞银资产管理计划和瑞银咨询投资组合计划的投资顾问具有自主裁量权，而瑞银 PACE 计划和瑞银战略顾问项目的投资顾问是非自主裁量的，客户可以在投资顾问所给建议的基础上自主决策。

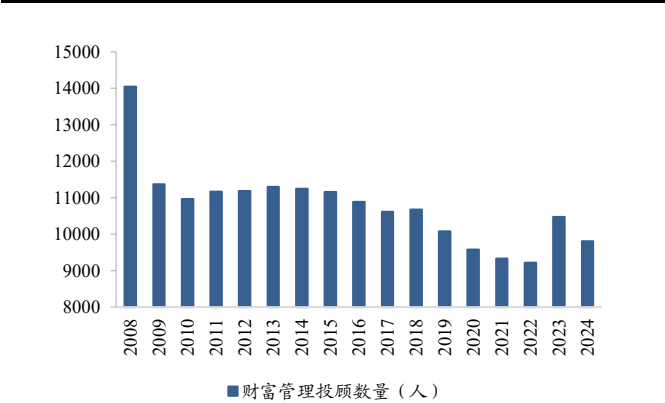
图7：瑞银提供的四种投顾服务

	瑞银管理投资组合计划	瑞银咨询投资组合计划	瑞银PACE计划	瑞银战略顾问计划	瑞银资产管理计划
最低账户规模	5000美元	10000美元	10000美元	50000美元	1500万美元
主要服务客户	普通投资者	普通投资者和富裕人群	普通投资者和富裕人群	富裕人群	高净值人群和企业机构
投资顾问是否具有自主裁量权	是	是	否	否	是
收费模式	每年管理资产的2.50%	每年管理资产的0.75%	每年管理资产的2.50%	每年管理资产的2.50%	-

数据来源：Smartasset，东吴证券研究所

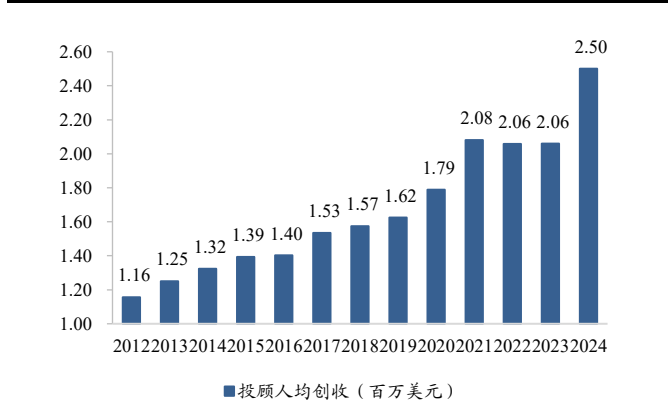
与高端定制投顾模式相适应，不断提升团队质量和效率。瑞银将投资顾问打造为维系客户关系的核心，具体做法包括：1) 提高办公自动化、数字化水平。采用 Broadridge 解决方案，打造一个集成的、现代化的从前台到后台的办公解决方案，用来优化投资顾问工作效率、丰富客户体验、增强顾问和客户体验，同时将关键的前台、中层和后台职能相互融合。2) 采用团队协作模式，为客户提供更全面、更好的解决方案。瑞银将这个思想融入人力资源管理，并采取了多项举措以激励员工跨部门合作和提出建议想法，具体包括设立集团特许经营奖、开发交互式想法分享平台等。3) 减少数量，提升质量。2013-2022 年雇佣投资顾问从 1.13 万人下降至 0.92 万人，累计下降 18%。但人均贡献营业收入从 125 万美元提升至 206 万美元，特别是 2017-2018 年财富管理美洲部门和全球部门合并，大幅提升了质量和效益。2023 年瑞银合并瑞信，致使投资顾问人数激增，但投资顾问创收效率仍保持较高水平。

图8：2008-2024 年瑞银财富管理部门投资顾问人数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：瑞银财富管理部门投资顾问人均创收逐年提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 摩根士丹利 – 美国银行系

摩根士丹利(Morgan Stanley)是一家全球领先的国际性金融服务公司。服务广泛，涉及股票、债券、外汇、基金、期货、投资银行、房地产、私人财富管理等领域。根据 ADV Ratings 的全球财富管理机构排名，2021 年三季度末摩根士丹利总资管规模达 3 万亿美元，位列第 6，在财富管理细分领域以 1.2 万亿美元位列第 4。

历史悠久，距今已有 86 年的金融服务经验。摩根士丹利原是 JP 摩根大通公司中的投资部门。1933 年，美国经历了大萧条，国会通过了《格拉斯-斯蒂格尔法》，该法案禁止公司同时提供商业银行与投资银行服务。于是，摩根士丹利作为一家投资银行独立出来，于 1935 年 9 月在纽约成立。而后，公司在 1970s-1980s 迅速扩张，在全球范围内发展业务。1986 年摩根士丹利在纽约证券交易所挂牌交易。1997 年，兼并了西尔斯公司下设的投资银行迪安·威特公司，创建了迄今为止世界上最大的证券公司。2013 年，摩根士丹利完成了对摩根士丹利财富管理公司（旧称花旗美邦）中花旗股份的收购，成为全球领先财富管理公司的 100%所有者。而后，摩根士丹利又收购了 Solium Capital、E-Trade 等公司，进军大众金融理财服务，进一步巩固其财富管理业务。

表3：摩根士丹利发展历史

时间	大事件
1935 年	1935 年 9 月 16 日，摩根士丹利在纽约华尔街 2 号正式开业。在成立的第一年，公司处理了 11 亿美元的公开发行和私募，占 24% 的市场份额。
1941 年	摩根士丹利与纽约证券交易所合作，成为该证交所的合作伙伴。
1960-1969 年	摩根士丹利基金会于 1961 年推出。第二年，摩根士丹利为金融分析师开发了第一个计算机模型。1967 年，公司在巴黎成立了 Morgan & Cie International，以拓展不断增长的欧洲证券市场。
1970-1979 年	1970 年，摩根士丹利成为第一家在日本东京设立代表处的国际投资银行。在接下来的几年里，销售和交易、研究、投资管理、房地产和私人财富管理部门相继成立。
1980-1989 年	1984 年，摩根士丹利开发了 TAPS（第一个自动化交易处理系统）；第二年，固定收益部门开始运作。1986 年，为进一步发展筹集资金，公司上市；同年，公司在法兰克福、中国香港、卢森堡、墨尔本、米兰、悉尼和苏黎世开设办事处，并在伦敦和东京扩张。
1990-1999 年	1995 年，摩根士丹利作为中国国际金融公司的基石投资者进入中国，建立了摩根士丹利国际基金会。1995 年与 1996 年收购 MillerAnderson 和 VanKampen 两家基金，发展资产管理业务。1997 年，摩根士丹利集团与迪安·威特公司合并，创建了迄今为止世界上最大的证券公司。在这十年中，公司在亚洲和拉丁美洲进一步扩张。
2000-2009 年	2008 年，摩根士丹利成为银行控股公司，并与三菱日联金融集团结成战略联盟。
2010-2019 年	2013 年，摩根士丹利完成了对摩根士丹利财富管理公司中花旗股份的收购，成为全球领先财富管理公司的 100%所有者。2019 年，摩根士丹利斥资 9 亿美元收购 Solium Capital，扩大业务范围、进一步增强财富管理业务的稳定性。
2020 年	摩根士丹利以 130 亿美元收购 E-Trade，进军大众金融理财服务。

数据来源：公司官网，搜狐，东吴证券研究所

2.1. 业务模式：区分板块，重心在财富管理业务

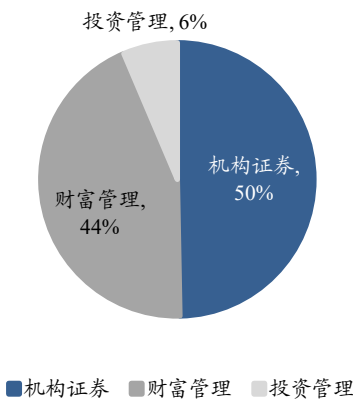
摩根士丹利业务包括机构证券、财富管理和投资管理三个板块。摩根士丹利在全球为政府、机构及个人客户提供资本咨询、筹集、交易、管理及配置服务。业务分为三个板块：机构证券（ISG）、财富管理（WM）和投资管理（IM）。其中，机构证券业务致力于为企业、政府、金融机构、高净值和超高净值客户提供投资银行、销售和交易、贷款和其他服务；财富管理业务致力于为个人投资者以及中小型企业和机构提供广泛的金融服务和解决方案；投资管理业务致力于为包括基金会、政府实体、主权财富基金、保险公司、第三方基金发起人和企业等在内的不同客户提供多样化的投资策略和产品，包括股权、固定收益、流动性和替代/其他产品。

表4：摩根士丹利三大业务板块及其客户群体、产品和服务

业务	客户群体	产品和服务
机构证券业务 (ISG)	大型企业、政府机构、金融机构、高净值客户和超高净值客户	投资银行、销售和交易、自营投资 其他业务
财富管理业务 (WM)	高净值及超高净值客户、中小型公司和机构	经纪和投资咨询服务、固收的做市业务、财务和财富管理咨询、银行业务、退休计划等
投资管理业务 (IM)	通过中间渠道获得的个人客户 机构客户	银行和房地产投资、传统的资产管理业务

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图10：2024 年摩根士丹利各业务部门净利润占比

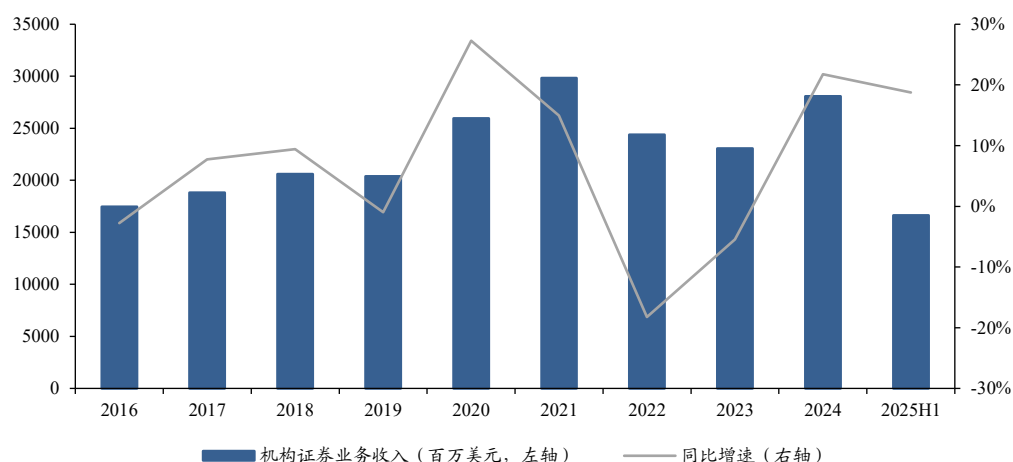


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

机构证券业务近年来收入稳中有进，交易业务仍为核心业务。摩根士丹利机构证券业务均近年保持波动上涨，净收入由 2016 的 174.6 亿美元增长至 2024 年的 280.8 亿美元。2020 年受新冠疫情影响，机构证券业务净收入不降反升，同比增速仍高达 27.28%。2025 年上半年，得益于全球资本市场行情上行，摩根士丹利机构证券业务净收入达到

166.3 亿美元，同比增长 19%。

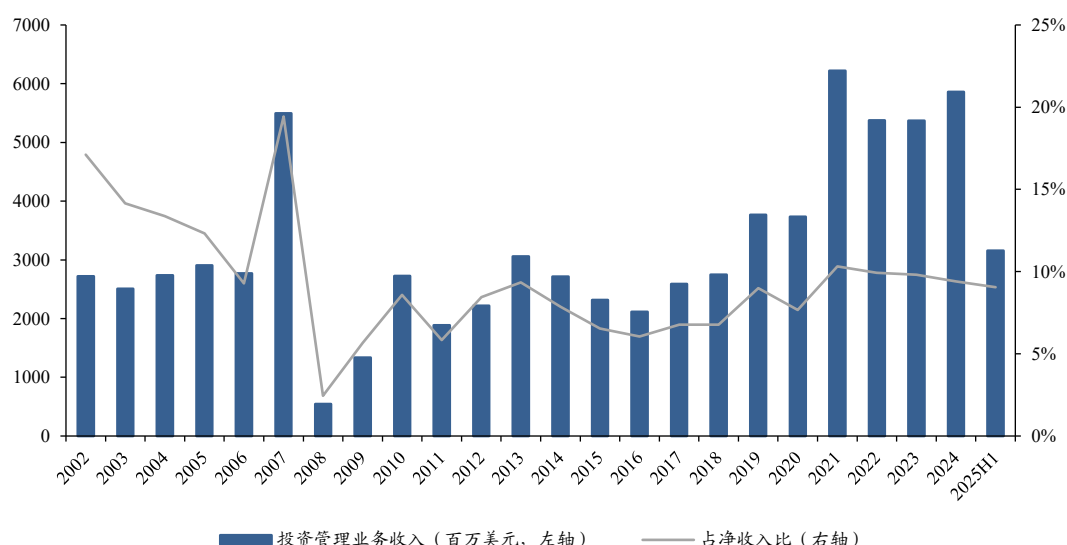
图11：2016-2025 年上半年摩根士丹利机构证券业务净收入及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

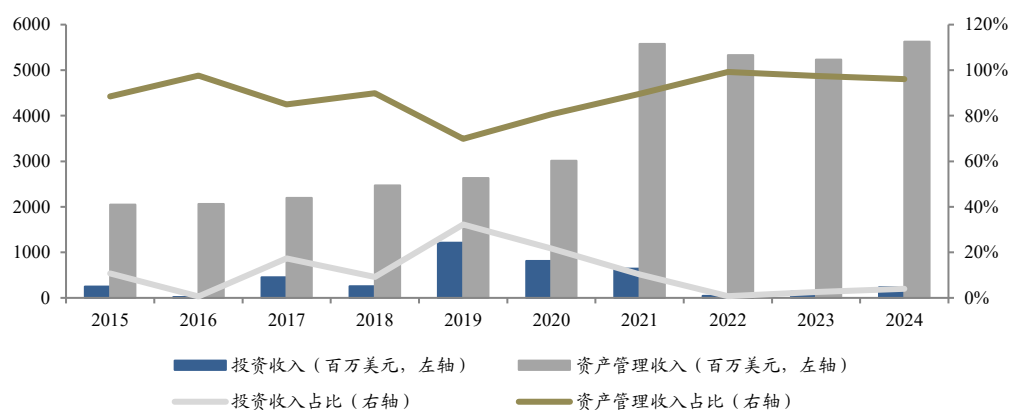
投资管理业务贡献收入较少，资产管理为主要收入来源。投资管理业务在金融危机前曾是公司主要业务之一。金融危机后，公司降低了风险较高的投资管理业务的比例，2008 年投资管理业务收入大幅下滑至 5.5 亿美元，同比下跌 90%。2008 年至今，该业务收入整体波动较大，占公司净收入比例在 5%-10%之间，贡献较少。从细分业务收入来看，投资管理收入主要来源于投资收入和资产管理收入。其中，投资收入波动较大，而资产管理收入占比更高，更为稳定。2015-2024 年，资产管理收入从 20 亿美元增长至 56 亿美元，复合增速 12%，2024 年占投资管理业务收入比达到 96%。

图12：2002-2025 年上半年投资管理收入及占净收入比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图13：2015-2024 年投资管理主要细分业务收入及占比

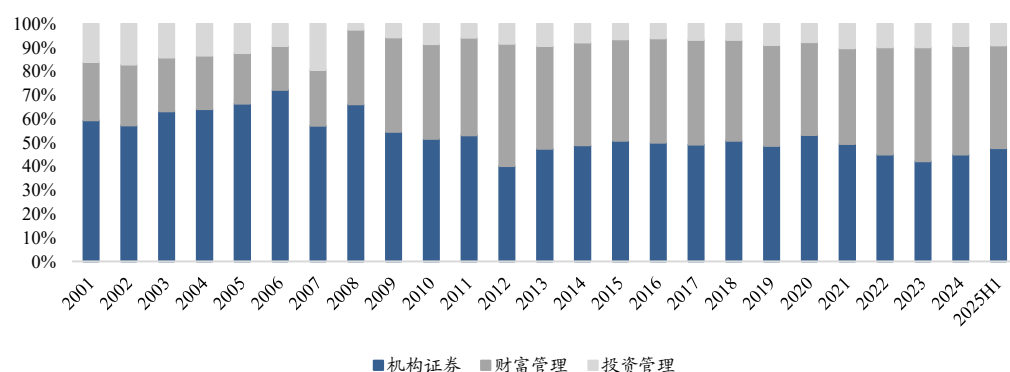


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

金融危机后，摩根士丹利将业务重心更多转向了抗风险能力较强的财富管理业务。

2008 年次贷危机发生之前，世界范围内的投资银行按照组织形态分为三种：1）独立的投资银行形式，该模式下投行业务专业化程度高，但缺乏存款来源，容易产生流动性危机，典型代表有高盛集团、摩根士丹利等；2）全能型银行形式，该模式下银行既从事商业银行业务，也从事投行业务，该模式的银行能够利用资金来源充足的特点降低流动性风险，且能通过其他业务分散投行业务的亏损，典型代表有德意志银行、巴黎银行等；3）银行控股公司形式，即商业银行通过收购或兼并实现对投资银行的控制，该模式下投行业务与其他银行业务相对独立，不易转移风险，典型代表有汇丰集团、花旗集团等。2008 年次贷危机爆发，由于业务结构简单、信用过度扩张等问题，以摩根士丹利为典型代表的独立型投资银行深陷流动性危机，发生大面积亏损。美国五大投行中雷曼兄弟破产，贝尔斯登、美林被收购，摩根士丹利和高盛则转为银行控股公司。在金融危机后，摩根士丹利把业务重心转向抗风险能力更强的财富管理业务，2008 年-2024 年，公司财富管理部门收入占比从 31% 提升至 46%。

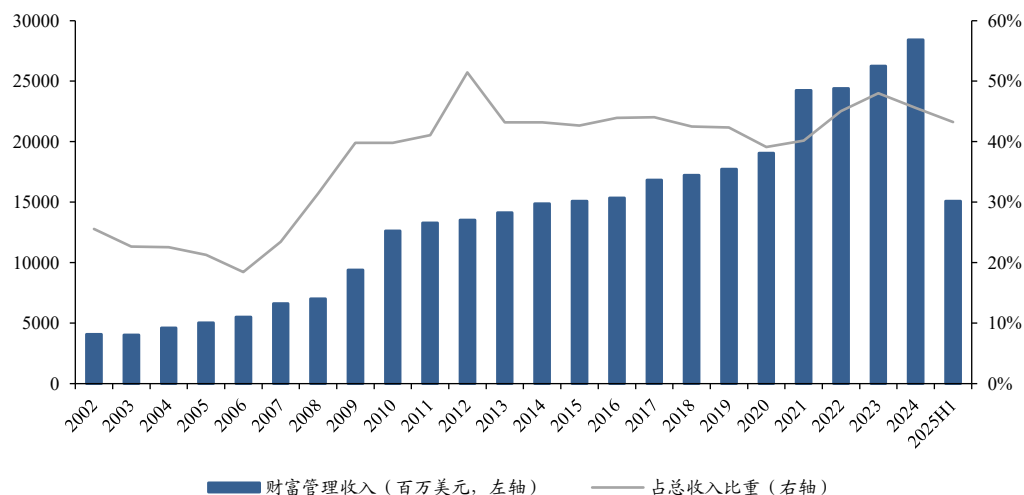
图14：2001-2025 年上半年摩根士丹利各业务部门收入占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

财富管理业务连续 20 年稳定增长，抗周期能力强，在金融危机后数年间实现质的飞跃，是公司收入的主要支撑。2001-2024 年，摩根士丹利财富管理收入从 47 亿美元增长至 284 亿美元，复合增速达 8.2%，增长稳定，抗风险能力强。收入占比从 2001 年的 25% 增长至 2024 年的 46%，已成为公司主要收入来源之一。其中，在 2008-2010 两年间，财富管理业务实现质的飞跃，收入从 70 亿美元猛增至 126 亿美元，两年增长 80%，而同期公司净收入增速为 42%。

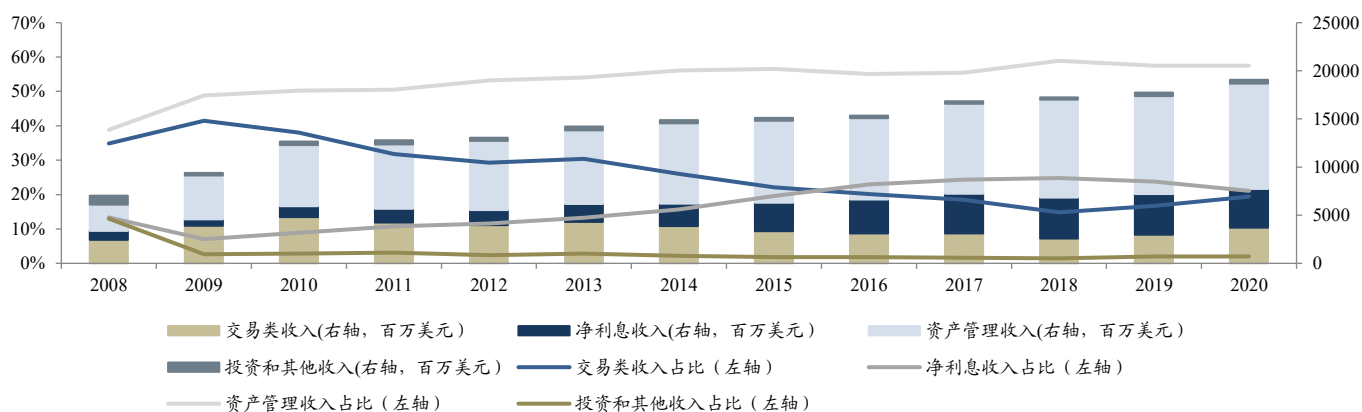
图15：2002-2025H1 财富管理收入及占净收入比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

金融危机后，财富管理业务主要由资产管理收入和净利息收入双轮驱动。公司财富管理收入主要包括交易类收入、净利息收入、资产管理收入以及投资和其他收入。其中资产管理收入从 2008 年的 27 亿美元提升到 2020 年的 110 亿美元，成为财富管理业务增长的主要动力，收入占比在 2010 年后稳定在 50%-60%。贡献排在二、三位的分别是净利息收入和交易类收入，其中交易类收入从 2010-2018 年持续下滑，收入占比从 2009 年的 41% 持续下降至 2018 的 15%，主要是由于证券基金分销、交易佣金等收入的降低；而净利息收入从 2009 年开始持续上升，收入占比从 2009 年的 7% 上升至 2018 的 25%，公司在 2008 年转型成为银行控股公司之后，通过公开吸存业务以低资金成本带动各类财富管理贷款业务，并获得可观的收入。2018 年后，公司开始掘金大众富裕客群，交易类业务回暖，收入及占比均有所提高。

图16：2008-2020年摩根士丹利财富管理细分收入及占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：2020年后，该口径下数据停止披露。

2.2. 目标客户：以高净值客户为主

始终坚持“把客户放在第一位（Putting Clients First）”的核心价值观，全面围绕客户需求进行业务布局 and 战略转型。为准确进行客户定位和产品服务匹配，满足客户个性化和多元化需求，维持其在客户关系上的核心竞争力，摩根士丹利在财富管理业务中提供全谱系分级化账户和服务。其中，账户模式涵盖独立账户管理模式、联合账户管理模式、顾问模式、投资组合管理模式以及现金管理模式。不同模式在透明度、风险、投资方向、财富顾问的权限以及手续费率等方面存在差异。而在服务模式上，摩根士丹利不仅为客户提供财富保值计划、住房抵押贷款与商业融资规划、退休计划等传统服务，还设置了私人财富管理、国际财富管理、工作场所解决方案、访问投资、虚拟顾问和全球体育与娱乐顾问等个性化服务。

表5：摩根士丹利财富管理业务账户模式

模式	简述
独立管理模式	账户由第三方理财顾问团队进行管理。
统一管理模式	账户可以由单独管理的账户、共同基金和交易所交易基金合并组成。投资决策和自主权可由客户、财务顾问或投资组合经理行使。
顾问模式	财富顾问仅提供建议，投资决策必须得到客户的批准。
投资组合管理模式	财富顾问自行管理投资组合。
现金管理模式	财务顾问向机构客户提供分散的现金管理服务的账户。根据客户的投资标准进行投资和再投资，通常投资集中于短期固定收益产品和现金等价物。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

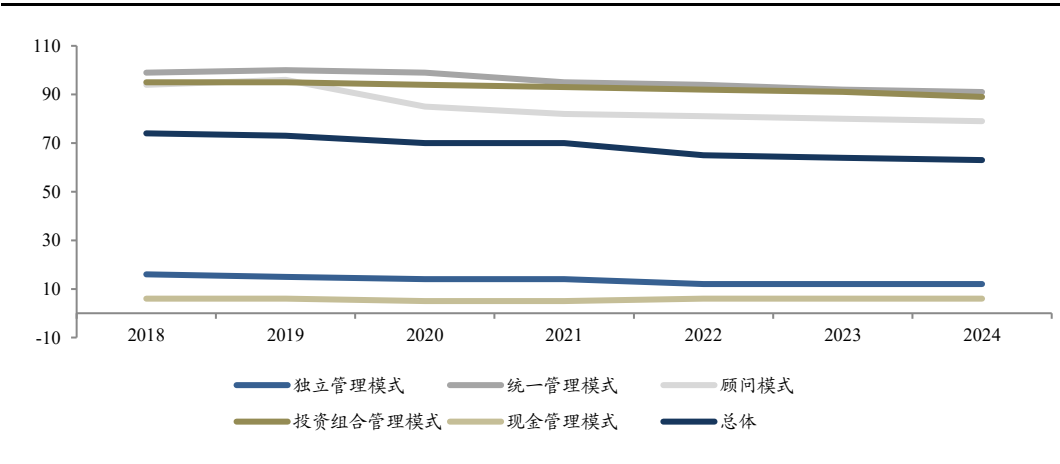
表6：摩根士丹利财富管理业务服务模式

服务模式	简述
私人财富管理	为富裕的个人、家庭和组织提供定制的综合方案，帮助其保护和增加资产，并创造持久的资产
国际财富管理	专注于居住在美国以外的企业家、高管和专业人士的财务需求，帮助其应对跨境财富管理的挑战
工作场所解决方案	提供工作场所财务解决方案，帮助组织最大限度地提高员工的财务收益
全球体育和娱乐顾问	致力于满足体育和娱乐专业人士的独特和复杂需求
访问投资	智能投资，通过自动化投资建立多元化的投资组合
虚拟顾问	通过来自高技能财务顾问团队和创新平台的个性化建议来帮助实现客户的财富管理目标

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

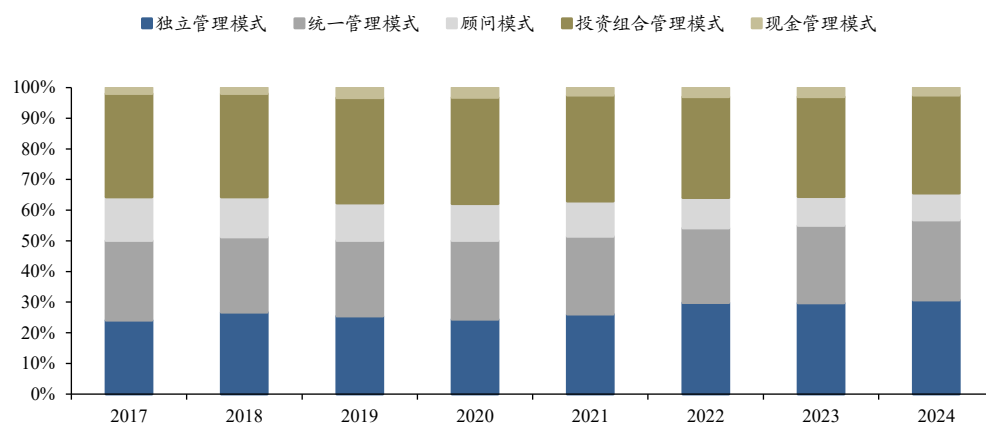
摩根士丹利的客户群体以高净值客户为主，高费率业务规模占比较高。财富管理账户模式为客户提供了手续费率的多种选择，五种账户模式中，统一管理模式平均费率最高，投资组合管理模式次之，这两种模式的目标客户群主要为富裕客户群。近年来，统一管理账户及投资组合管理模式的资产管理规模维持着相对稳定且较高的比重，2020 年，统一管理账户及投资组合管理模式资产管理规模占比分别达到 25.75%和 34.58%，二者占比之和已超过 60%。

图17：摩根士丹利财富管理产品平均费率（bps）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图18: 摩根士丹利各类财富管理产品结构



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.3. 经营策略: 成本管控+业务协同+薪酬激励

多措并举推动成本下降。由于财富管理具有智力驱动的性质, 因此公司并不单纯强调成本控制, 而是将税前利润率作为一个综合指标进行优化。公司采取了一系列举措来合理化成本, 最明显的是降低支持功能和服务的成本, 如通过引入更有效的技术工具来取代人力和线下服务, 以减少高成本的线下网点和顾问的数量。2020 年底公司投顾数量 15950 名, 较 2009 年下降 13%, 网点数量 584 个, 较 2009 年下降 37%。此外, 摩根士丹利亦通过整合中后台服务功能、精简流程, 以消除冗余成本。

表7: 摩根士丹利列举举措降低财富管理成本

2012	2016
区域重组: 由 16 个区域精简为 12 个区域, 区域内分层管理 分支机构: 截至 2012 年 9 月 30 日, 分支机构从 2009Q3 减少 22% 至 727 家 系统淘汰: 淘汰遗留软件应用程序, 减少冗余技术和运营、数据处理、存储和维护以及运营监控 整合: 许多功能已转移到中央服务中心, 并在成本较低的地点提供精选的处理和服务支持。聚焦“一线赋能”及相关工具, 整合流程, 提高时效 财务顾问: 2012Q3 投顾人数 16829 人, 自 2009Q3 以来减少 7%; 离职率接近历史低点, 培训班的生产力提高 员工人数: 与 2009Q3 相比, GWMG 非投顾员工人数减少 15%	提高支持类功能和服务的效率 劳动力优化: 1) 在高成本网点之外部署额外 1250 名支持人员 (节省约 100 美元) 2) 将专业服务支出减少约 5-7% (节省约 100-150 美元) 3) 其他: 减少不必要的旅行和会议 (节省约 40-75 美元) 科技: 1) 物理服务器从 6 万台减少至 4.8 万台 (计划在 2017 年之后进一步减少到 3.3 万台) 2) 将北美数据中心从 9 个减少至 5 个 3) 将 WM e-Delivery 使用率提高 15-20% (节省约 20-25 美元) 4) 利用技术优化交易执行成本 薪酬成本控制 减少劳动力数量 制定新的薪酬目标 诉讼: 没有一次过大的诉讼费用/罚款

数据来源: Morgan Stanley (2012) Presentations. Goldman Sachs Financial Services Conference., Morgan Stanley (2016) Presentations. Morgan Stanley 2016 U.S. Fina, 东吴证券研究所

通过制度安排推动摩根士丹利内部协同，三大业务联动带来大量交叉销售业务机会。公司机构证券业务具有较强竞争力，长期贴近资本市场的交易业务则培养了优秀的资本市场研究和交易执行能力，而投资银行业务积累了丰富的企业高管和其他高净值客户资源。财富管理业务以机构证券和财富管理部门为支撑，提供资产配置建议、独家投资机会、交易执行、客户推荐等优势资源。

从多个方面完成业务的协同发展，具体包括：

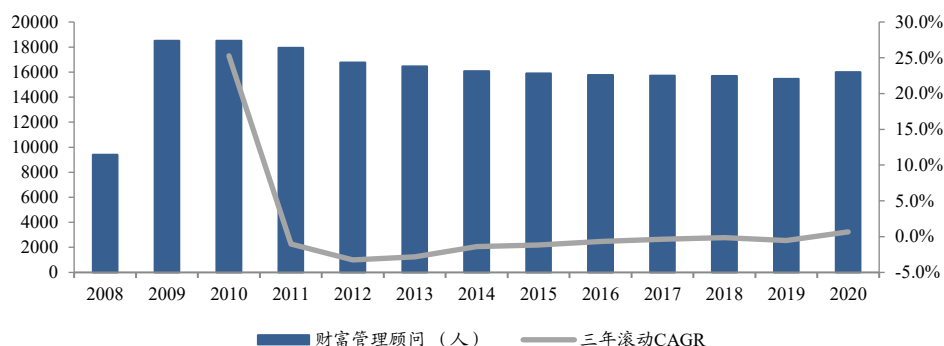
1) 机构证券与财富管理部门的协作逐渐深入，提升公司整体效率。机构证券与财富管理部门的协作从简单的产品供给、交易执行与分销，逐步深入到客户与底层架构共享，并且通过收益分享协议以及组织架构改进等激励和推动措施，提高协作效率，充分挖掘业务机会与潜在客户。

2) 财富管理部门和机构证券部门在中后台支持和执行职能上进行整合，消除了重叠的中后台功能，节约成本，并有利于加强统一风险管理。摩根士丹利于 2007 年完成旗下两个主要经纪子公司 MSDWI 和 MS&Co 的整合，统一经纪业务执行渠道，节约大量成本。2012 年，摩根士丹利收购花旗美邦之后也是第一时间将其原有的交易支持功能与 WM 部门进行了整合。

3) 组织架构上，打通财富管理及机构证券部门界限，实现客户关系管理的共享和整合以及产品供给的统筹规划。公司整合机构和零售研究资源，以推动产品和服务的统筹规划和交叉供给，并整合 WM（财富管理）和 ISG（机构证券）两部门的工作内容，实现更细分的客户覆盖和关系管理，将一部分销售、交易管理和产品执行职能转移到 WM。同时释放 ISG 部门，让其关注其他业务。由于 WM 和 ISG 之间存在大量的客户重叠，公司将高级客户关系工作合并到 WM 部门进行统一管理。

高薪精英化战略保障投顾团队质量，科学激励释放生产力。优秀的投顾团队是摩根士丹利获取和经营高端客户的重要前提，公司投顾团队建设秉持精英化理念，通过高薪聘请业内顶尖的投资顾问，及时淘汰低效产能。个人能力强劲的投顾通过团队模式形成完整的服务能力，各团队之间灵活协作也能进一步增强公司满足客户需求的能力。此外，公司通过科学的薪酬体系和激励机制，缓解了顾问与客户、顾问与公司、顾问团队之间的利益纠葛，充分释放了顾问的生产力。

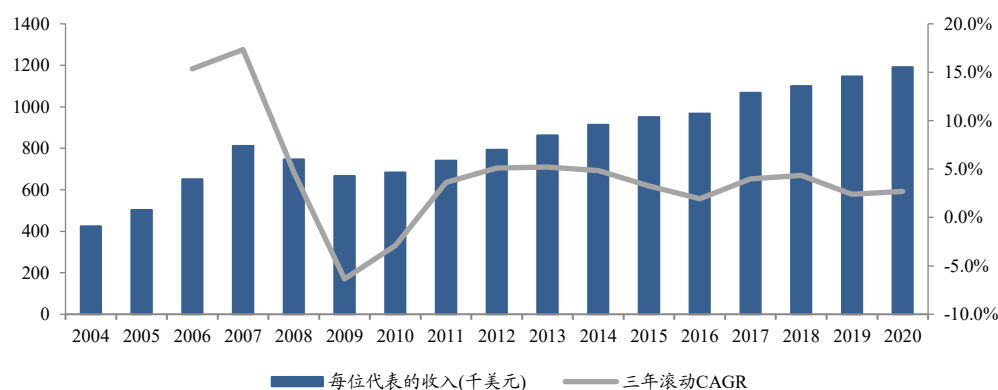
图19：摩根士丹利致力于淘汰低效产能，仍有大幅空间



数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：2020年后，该口径下数据停止披露。

投顾人数稳定缩减，但人均创收稳步增加。在业务发展的早期阶段，投资顾问团队专注于快速提高市场份额并获取尽可能多的客户，更加重视销售职能。随着业务后期工作重点向经营客户转移，公司对投顾的专业化服务能力的要求迅速上升，除两次业务转型期外，投顾人数呈现稳定缩减趋势。截至2020年底，摩根士丹利拥有15950名顾问，剔除2020年开始的新一轮业务扩张期影响，从2017年到2019年，摩根士丹利顾问的数量平均每年下降0.8%。而投资顾问的生产力保持稳定和上升，截至2020年底投资顾问人均创收121万美元，2018-2020年均增长达4%，但与人均创收约170万美元的行业标杆瑞银相比仍有增长空间。

图20：摩根士丹利投顾人均创收稳定上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：1) 投顾人均创收=财富管理部门收入/期初期末平均投顾人数。2) 注：2020年后，该口径下数据停止披露。

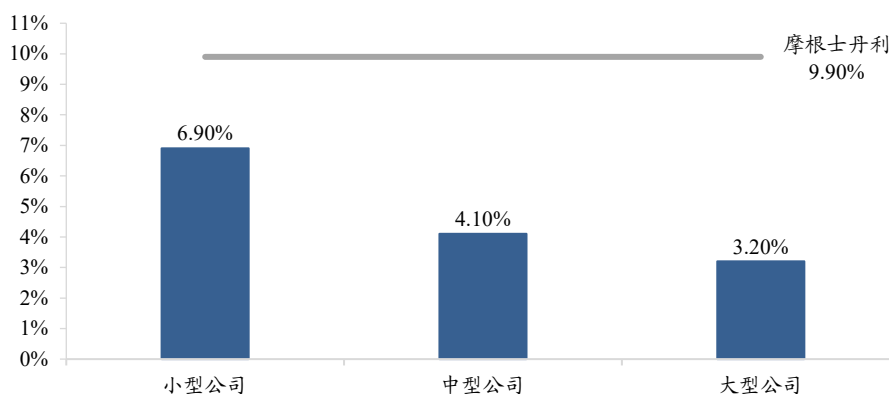
投资顾问的薪酬与业绩高度挂钩，辅之以多样化的激励性薪酬和福利，使公司可以

灵活调整激励制度。由于财富管理的智力驱动型业务属性，财富管理部门的薪酬大多是公式化的，并与业绩挂钩。客户支付给摩根士丹利的部分费用作为投资顾问的基本工资，抽成比例因产品而异，使公司可以灵活运用该比例来调整公司的产品策略。

2.4. 高度重视现代信息技术，大力发展金融科技

高度重视现代信息技术对市场的冲击、引领和融合。2018年6月，公司 CEO James Gorman 曾表示公司每年将投入 40 亿美元应用于金融科技，约占公司 2018 年营业收入的 10%。根据美国《CIO》杂志的调查，年收入 20 亿美元以上的大型公司一般在 IT 方面投入 3.2%，摩根士丹利的投入远超过同一级别的其他公司。除了在经费上进行投入，公司对人员方面也做了安排，在财富管理领域设置了首席信息官、首席数字官、首席数据和分析官等，也建立了董事会运营和技术委员会来监督公司的运营和技术战略。

图21：2018年摩根士丹利对信息技术的投入远超同一级别的其他公司



数据来源：百度百家号，CIO，东吴证券研究所

主要投入建设了三个财富管理有关平台，借助现代信息技术更高效地服务客户。三个平台分别为核心平台 Next Best Action (NBA)、长期投资管理系统 Goals Planning System (GPS)，以及移动支付系统 Morgan Stanley Send Money with Zelle。

NBA 平台是摩根士丹利财富管理业务的核心综合平台，其他的系统都与之对接。它有三个主要功能：1) 提供投资建议：应用大数据、人工智能等科技，通过分析研究报告、客户数据、市场数据，对客户提供投资洞察和选择。2) 提供操作预警：包括保证金通知、低现金余额警报，以及客户投资组合大幅增加或减少的通知等。财务顾问可以将个性化的文本与警报信息附在一起并通过多种通信渠道发布。3) 辅助解决客户日常事务：针对用户个人生活信息提供服务，例如为有孩子的客户推荐最好医院和学校、在客户生日之前进行提醒。这种服务功能有助于在客户和财务顾问之间建立牢固的累积信任。NBA 这样基于机器学习的系统可以更好地将适配投资潜在选择与客户的偏好，帮助财务顾问在海量投资选择中进行精准追踪并呈递给客户，并在市场发生重大事件时第一时

间传达给所有客户。

GPS 系统旨在帮助投资顾问发现和量化客户的长期投资目标。该系统有三个主要功能：1) 为投资顾问提供满足客户需求的投资流程建议。2) 提供节税方案，以税收更优的方式管理资产。3) 周期性地跟踪进展，例如当客户的储蓄偏离预定理财轨迹时，它可以帮助投资顾问给客户提出意见或建议，以适时适当地调整储蓄、消费、投资的比例。除此之外，GPS 系统还有诸如数字签名、数字转账等工具。该系统利用现代信息技术，基于回报率、风险、通货膨胀等的假设，为客户提供从上学、就业、贷款、退休、遗产继承等多方面、全周期的管理，覆盖客户千人千面的众多需求。

Morgan Stanley Send Money with Zelle 是一项方便快捷的 P2P 支付服务。2017 年 9 月，摩根士丹利升级该系统。它可以在公司的移动应用程序上使用，使财富管理客户能够用收件人的电子邮件地址或电话号码从几乎任何拥有美国银行账户的人那里收发钱款而无需支付任何额外费用，由此满足客户的日常现金管理需求。并且，摩根士丹利将该系统的注册和使用与其 Premier 理财现金管理计划的资格挂钩。Premier 计划涵盖了直接存款、支票书写、ATM 接入、费用回扣等功能和优待，回报比其他金融公司的更高，对客户而言极具吸引力。摩根士丹利将二者挂钩以奖励客户巩固其与公司的日常现金管理活动，用便捷的科技助力各项财富管理业务的协同发展。

表8：摩根士丹利主要建设的三个财富管理平台总结

平台	定位	功能
Next Best Action (NBA)	核心综合平台	1) 投资建议；2) 操作预警；3) 日常事务
Goals Planning System (GPS)	长期投资管理系统	1) 投资建议；2) 节税方案；3) 跟踪进展
Morgan Stanley Send Money with Zelle	移动支付系统	P2P 日常现金管理服务

数据来源：公司官网，360 图书馆，百度百家号，东吴证券研究所

3. 嘉信理财——美国折扣券商系

嘉信理财 (Charles Schwab) 成立于 1971 年，于 1987 年登陆纽交所。公司起步于证券经纪业务，而后业务板块不断拓展。公司发展经历了五个阶段，分别是：1) 1973-1986 年间，引领投资者革命，折扣经纪商模式；2) 1987-1994 年间，扩大服务范围，业务线进一步完善；3) 1995-2000 年间，抓住互联网红利，推出在线投资，转型线上券商；4) 2001-2007 年间，为个人投资者、独立顾问和公司雇员提供全面服务；5) 2008 年至今，进一步专注服务客户，加强并购，提升公司整体实力。

表9：嘉信理财发展历程

阶段	大事件
1973-1986 年间，引领投资者革命，折扣经纪商模式	1973 年：公司正式更名为嘉信公司。 1975 年：美国放开佣金限制，嘉信开创了「折扣经纪商」的全新模式，向所有个人投资者大幅降低交易佣金。 1979 年：当绝大多数经纪商还普遍采用纸质交割单的时候，嘉信投资开发了「BETA」电子化交易系统，交易业务得到了效率上的快速提升。 1983 年：美国银行以 5500 万美元收购嘉信。此后，嘉信积极探索多元化服务，相继推出了 Schwab One（统一账户）、Mutual Fund MarketPlace（共同基金销售）、SchwabQuotes（报价服务）以及 The Equalizer（接入计算机交易）等诸多产品化的服务，主打低收费、高效率的自助账户服务，逐渐改变单一的经纪业务模式 截至 1985 年底，嘉信设立了将近 100 个实体网点，客户总数达到 120 万，客户资产规模 76 亿美元，成为全美最大的折扣经纪商。
1987-1994 年间，扩大服务范围，业务线进一步完善	1987 年：嘉信创始人 Chuck Schwab 以 2.8 亿美元价格将嘉信从美国银行手中购回，并于同年 9 月在纽交所挂牌上市，随后推出了针对独立投顾的服务，为他们提供展业平台和工具，仅一年时间，独立投顾服务的客户资产规模便超过 10 亿美元。 1990 年：开始将业务重心转向共同基金业务的开发，1990 年推出货币市场基金服务 Schwab Funds，1991 年推出股票指数基金 Schwab 1000 Fund。 1992 年：取消对 IRA 账户收取年费，此举使其 IRA 账户规模及客户资产大幅增长。同时推出以共同基金统一账户为基础的「一账通」业务（OneSource），集合了多家资产管理机构的产品，为投资者省却了开立多个账户的繁琐程序。嘉信免去投资者的交易费，向基金公司收取销售费用。「一账通」提高了投资者购买共同基金产品的效率并增加了他们对于嘉信理财账户的粘性。这项服务很大程度上改变了美国共同基金业的产品销售模式，并先于其它后起的折扣券商，率先树立了业务布局上的优势。
1995-2000 年间，抓住互联网红利，推出在线投资，转型线上券商	1995 年：嘉信官网 schwab.com 上线；同年收购了英国的折扣经纪商 ShareLink，以及当时最大的 401(k) 计划服务商 Hampton Company。 1996 年：推出著名的「eSchwab」网上交易服务，并将嘉信旗下全部电子服务并入 eSchwab，避免价格双轨制的问题。整合虽然使佣金收入和利润下降，但换来了成本的下降，以及客户数量和资产规模的迅速扩张。截至 1998 年底，嘉信的在线经纪账户数达到了 200 万，嘉信的市值迎来了数倍的增长。 2000 年：与美国信托合并，并收购了一家专注于活跃互联网交易者的公司 CyBerCorp。
2001-2007 年间，为个人投资者、独立顾问和公司雇员提供全面服务	2000 年：1999 年美国《金融服务现代化法案》发布，银行、证券、保险联营获政策许可，金融混业时代来临。嘉信顺势布局混业业务，通过业务的自然增长，以及频繁的并购动作，产品和服务体系进一步得到完善，客群划分（个人投资者、独立投顾以及企业客户）也更为清晰。 2001 年：将 CyBerCorp 更名为 Cyber Trader，通过改进交易软件、发布投资者教育工具以及阶梯式定价，加强其互联网交易服务。 2002 年：继续完善客户服务体系。启动了 Schwab Equity Ratings（股票排行榜）项目，为投资研究和产品评价提供智力支持；推出 Schwab Private Client 和 Schwab Advisor Network，为大众富裕客户提供咨询服务；「嘉信投顾网络中心」开始运行，成为外部投顾在线服务客户的业务平台。 2003 年：嘉信银行成立，嘉信完成了涵盖证券经纪、财富管理、零售银行三大支柱业务的完整布局。 2005 年：继续降低零售客户以及小型企业客户的账户服务和交易费用，并将 Schwab Equity Ratings 开放给所有客户，并将其自主开发的共同基金销售渠道拓展至第三方平台，同时推出了自己的目标日期基金。 2006 年：推出「嘉信管理组合」，为 5 万美元起步的中小客户提供专业化的财富管理方案。 2007 年：收购了专为计划退休人群提供解决方案的 The 401(k) Company。

2008 年至今，进一步专注服务客户，加强并购，提升公司整体实力

2008 年：金融危机改变了投资者对于大类资产风险收益的认知，寻求 Alpha 收益的主动管理型基金开始显现出增长颓势，被动化投资热潮兴起。嘉信着力发展 ETF 和目标日期基金，做大客户资产规模。

2009 年起：继续丰富其共同基金产品线，并降低旗下多个投资品种的交易费率。2009 年，推出 Real Life Retirement 系列目标日期基金，并实现了零费用的线上 ETF 交易。2013 年，推出 ETF 版「一账通」（Schwab ETF OneSource），为客户提供免交易费 ETF 的供应商覆盖了多数基金公司。到 2015 年，「一账通」下免交易费的 ETF 已逾 200 只。

2015 年：「嘉信智能组合」服务上线，基于现代投资组合理论，通过构建差异化的 ETF 组合，帮助资金体量偏小的投资者实现全球资产配置。

2019 年：将美国股票、ETF 和期权在线交易佣金从 4.95 美元降至 0.4 美元。

2020 年：完成对 TD Ameritrade 的收购，并启动两家公司的整合。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

“证券+银行+投资+信托+期货”的全牌照运营，已成为全球领先的财富管理机构。

截至 2025 年 9 月末，嘉信理财拥有 11.6 万亿美元的客户资产，3796 万活跃经纪账户，同比分别增长 17%和 6%。在 2020 年 ADV Ratings 的全球财富管理公司榜单中，嘉信理财在财富管理细分领域位列第八，是前十名中唯一定位为服务大众零售客户的公司。

表10：全球 Top10 财富管理机构排名 - 财富管理细分领域

排名	财富管理机构	地区	财富管理 AUM（万亿美元）
1	瑞银（UBS Global WM）	瑞士	2.6
2	爱德华琼斯（Edward Jones）	美国	1.3
3	瑞士信贷（CS）	瑞士	1.3
4	摩根士丹利（MS WM）	美国	1.2
5	美国银行（BoA GWIM）	美国	1.2
6	摩根大通（JPM Private Bank）	美国	0.7
7	高盛（GS WM）	美国	0.6
8	嘉信理财（Charles Schwab）	美国	0.5
9	花旗（CITI Private Bank）	美国	0.5
10	法国巴黎银行（BNP Paribas WM）	法国	0.4

数据来源：ADV Ratings，东吴证券研究所 注：榜单截至 2020 年

3.1. 业务模式：投资者服务+顾问服务

投资者服务（Investor Services）和顾问服务（Advisor Services）是嘉信理财最为关键的两大业务部门。投资者服务部门主要向个人投资者提供例如零售经纪、银行服务、退休计划等各项服务，同时也为企业和雇员提供其他公司的经纪服务。顾问服务部门为独立的注册投资顾问 RIAs（Registered Investment Advisors）、独立的退休顾问和账簿管理人提供托管、交易、银行、支持服务以及退休业务服务。目前嘉信理财业务涵盖证券经纪、资产管理与财富管理、零售银行三大支柱，为投资者提供全方位的服务。

图22: 嘉信理财为个人投资者、企业、投资顾问提供综合财富管理服务

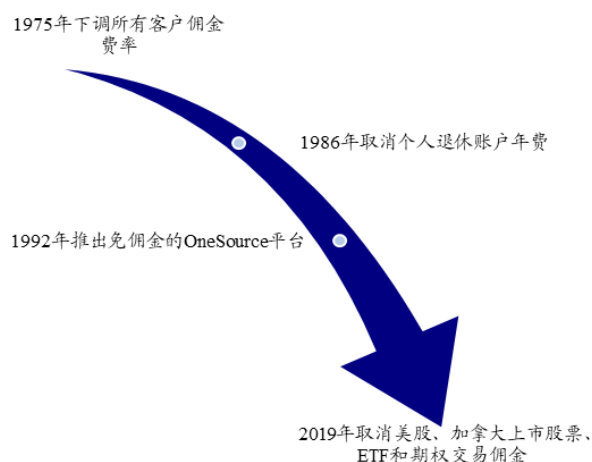


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 目标客户: 低价吸引大众零售客户, 沉淀客户资产, 实现 AUM 快速增长

主要定位于大众零售客群, 用低价战略吸引客户。1975 年 5 月, 美国取消了固定佣金制度, 在大多数零售经纪公司通过提高一般投资者的佣金率来弥补机构投资者佣金下滑的时候, 嘉信理财选择了下调所有客户佣金费率的低价战略。因此, 嘉信理财吸引了众多投资规模小但价格弹性高的零售投资者, 是全球头部财富管理机构中唯一的折扣经纪商。此后, 2019 年嘉信理财又陆续取消了个人退休账户年费、美加股票等投资产品的交易佣金, 并推出了免佣金的基金超市。嘉信通过低佣金战略吸引并沉淀了大量客户, 实现 AUM 的快速增长。

图23: 嘉信理财不断降低佣金, 吸引客户



数据来源: 雪球网, 每日经济新闻, 东吴证券研究所

3.3. 经营策略：低价模式+开放式平台+外延并购

在成立之初，公司通过降低交易佣金实现了客户的快速积累，但由于业务模式仍然单一，依旧是一家以给个人投资者提供交易服务为主的零售经纪商，客户粘性较弱。但嘉信理财敏锐地捕捉到了客户财富管理需求正由单一向多元化转移，并开始打造开放平台，陆续推出基金超市和投顾服务。同时积极精确地进行外延并购提升其服务能力和产品能力，实现 AUM 快速增长，也实现了从流量收费向存量收费模式的转变。

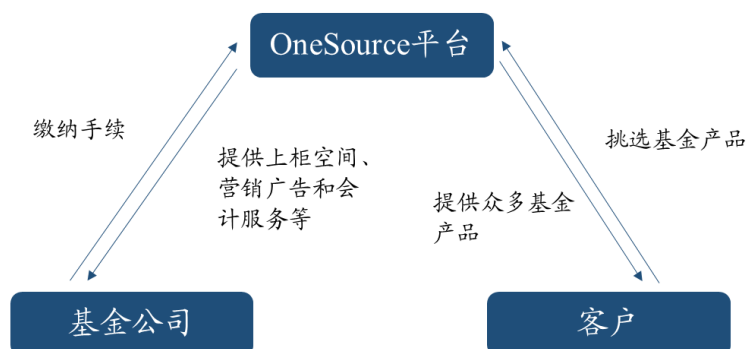
- 1992 年，嘉信理财推出了市场上第一个不收附加费和交易费共同基金超市“OneSource 平台”。该平台上的共同基金相互竞争，投资者可以在众多品种中进行挑选。公司一方面向基金公司收取管理费分佣，一方面为它们提供上柜空间、营销广告和会计服务来作为回馈。嘉信理财的共同基金超市消除了基金转换的壁垒，降低了共同基金投资者在不同基金公司之间的转换成本，改变了美国共同基金产品的销售模式。嘉信理财平台的基金开户数也从 1981 年的 30 万户增长到 1992 年 200 万户。
- 1995 年，嘉信理财开发出“投顾服务”（Advisor Source）模式。公司本身不直接提供投顾服务，而是由外部独立投顾（RIAs）提供。在该模式下，由 RIAs 向投资者收取顾问费，嘉信理财获得一定比例的分成。该模式既可以适应客户对咨询服务的需求、填补顾问服务上的缺口，也能够成为独特的渠道来联系嘉信理财和投资者。
- 多维度开展并购：1）拓展业务线：2000 年收购美国信托、2007 年收购 401(k) 和 2011 年收购 OXPS，公司拓展了信托、期权期货和企业退休计划等金融业务；2）提高服务能力：2010 年收购 Windward、2020 年收购 Motif 等科技公司，提高了包括投资管理、智能金融研究等多方面的能力；3）扩大规模：2020 年并购 TD Ameritrade、USAA 等同行机构，减少了外部竞争、客户数量和资产体量都有增长。

图24：嘉信理财的主要外延并购



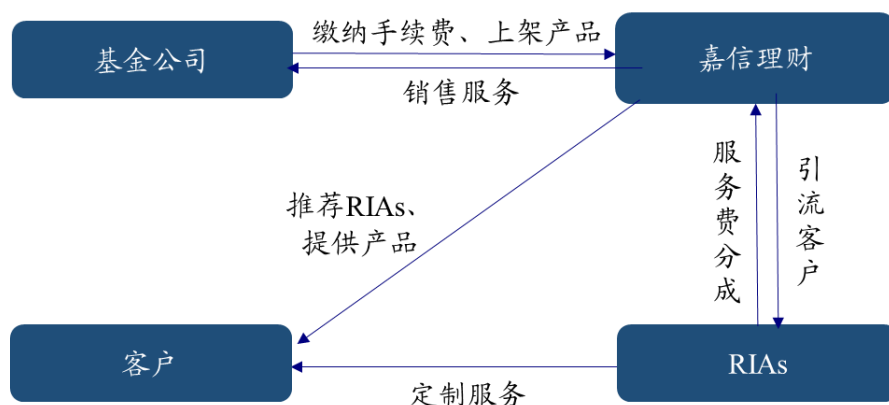
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图25：嘉信理财的 OneSource 平台提供一站式基金交易服务，以增强客户粘性



数据来源：百度文库，东吴证券研究所

图26：嘉信理财通过独立投资顾问留住客户



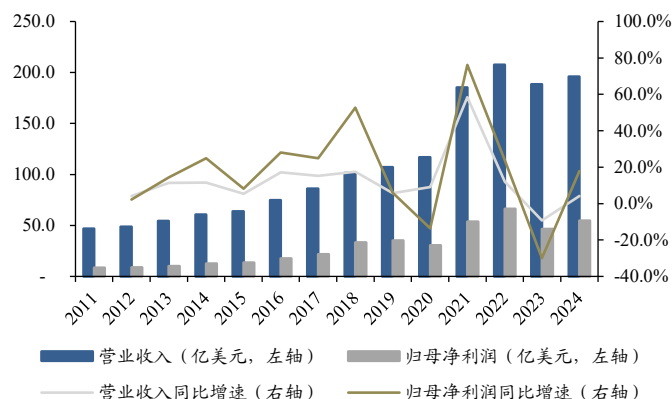
数据来源：金融界，东吴证券研究所

与主要竞争对手相比，嘉信理财金融服务的综合化程度更高，线下网点也有布局。截至 2025 年三季度末，嘉信拥有 3796 万经纪账户，管理的专有共同基金和 ETF 规模超过 1.2 万亿美元。从收费方面看，嘉信在美国已将多种交易的佣金降至 0，而需要经纪人协助进行的交易里，嘉信单笔收费最低。从客户服务质量方面看，嘉信理财较同类公司布局了更多线下网点，由此能够更好地提供服务客户。

3.4. 盈利模式及收入结构：依靠客户规模优势，资管+息差双驱动

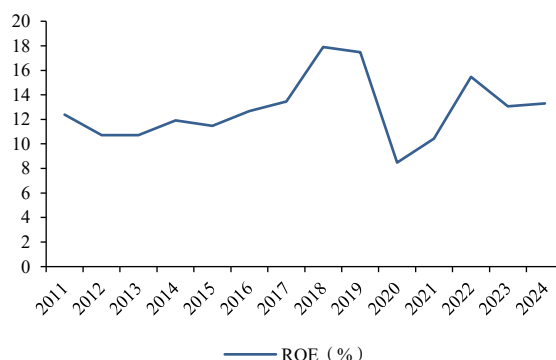
营收利润稳定增长。2024 年，嘉信理财实现营业收入 196 亿美元，同比增长 54.8%，过去 10 年复合增速为 12.5%；净利润 54.9 亿美元，同比增长 17.8%，对应过去 10 年复合增速为 15.8%。

图27: 嘉信理财营业收入、净利润及同比增速%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 嘉信理财 ROE 相对稳定



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

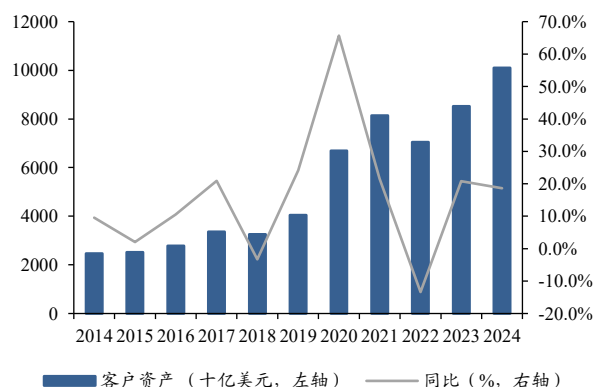
“零佣金”大战下，嘉信理财受冲击较小，收入形成资管+息差双驱动。近年来，财富管理模式逐渐成熟，以财富管理为核心的业务模式也逐渐形成了新的趋势。公司凭借低佣金、高性价比的综合财富管理服务，客户资产规模不断扩大，形成以资管+息差为核心的收入模式。截至2024年，公司客户资产规模达到10.1万亿美元，2019-2024年的复合增速达20.12%；接受持续咨询服务的客户资产规模达5.1万亿美元，2019-2024年的复合增速达到19.16%。2024年，嘉信理财营收中由AUM驱动的收入，包括净利息收入和资产管理收入，分别贡献47%和29%的营收，而交易佣金收入仅占营收的16%，对佣金收入的依赖度在过去20多年中呈现下降趋势（2001年佣金收入占比31%）。

图29: 嘉信理财基于AUM的收入模式



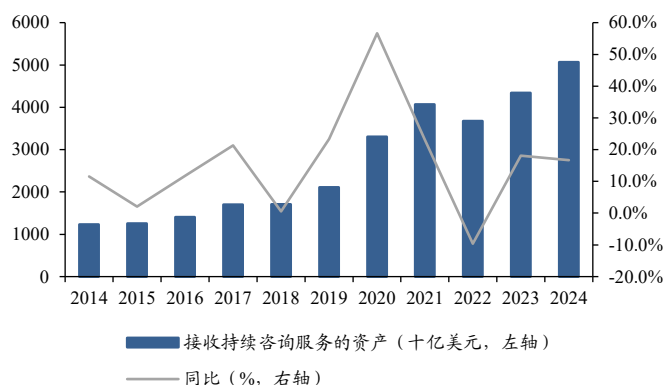
数据来源: 雪球网, 东吴证券研究所

图30: 嘉信理财客户资产规模（十亿美元）及同比增速



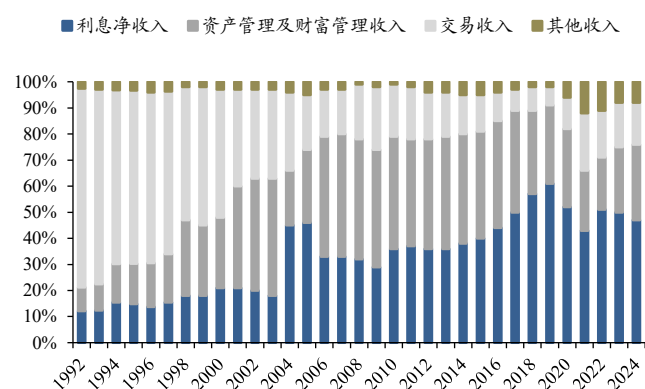
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 嘉信理财接受持续咨询服务的客户资产规模



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 嘉信理财 1992-2024 年收入结构

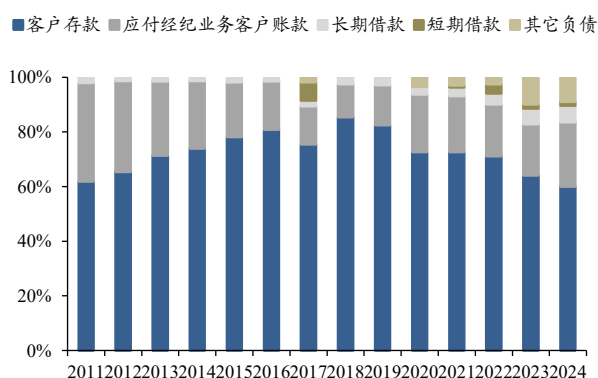


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➤ **2011-2024 年, 净利息收入及占比稳步上升, 已成为嘉信的第一大收入来源。**

利息收入从 2011 年的 17.25 亿美元增长到 2024 年的 155.37 亿美元, 占比由 37% 上升至 47%。生息资产主要包括高质量的固定收益证券、保证金贷款和银行贷款, 而付息资产大部分是待投资的客户现金余额。低佣金经纪业务为嘉信理财的息差业务带来了大量低成本负债。2024 年嘉信的整体负债成本仅为 1.49%, 从负债结构来看, 低息存款占比持续保持高位, 2024 年占比达到 60%。公司通过与客户签署协议, 将证券经纪账户中的闲置资金转移到银行账户体系内, 获得了大量低成本的沉淀资金。得益于稳定的低资金成本和较高的资产收益率 (2024 年为 3.61%), 公司净息差持续扩大。

图33: 嘉信理财负债结构主要以低息存款为主



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 嘉信理财净息差、生息资产收益率、付息成本



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➤ **2017 年以前, 资产管理及财富管理是最大的收入来源, 2017 年后随着利息收入的快速增长, 资产管理及财富管理占比有所下滑, 但仍是公司第二大收入来源。该收入由四部分构成: 1) 嘉信自营基金产生的管理费用收入, 包括货币**

市场基金、ETFs、CTFs 等；2）嘉信作为中间平台，为第三方基金提供销售、账户管理等服务，并收取一定比例的佣金分成；3）投顾服务收入，包括为客户提供托管投资组合、特殊策略和定制投资咨询等；4）基于资产的金融服务费以及部分不计入资产负债表中的其他服务及交易费收入，包括信托服务、401(k)账户管理及共同基金清算费等。收入构成中，2024 年顾问咨询费、第三方共同基金费、自营基金管理费分别占比 37%、7%及 23%。

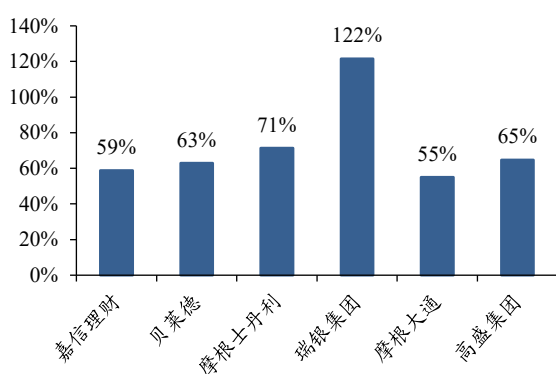
表11: 嘉信理财资管及财富管理收入拆分

(单位: 百万美元)	2024 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比
货币市场基金	1461	25.56%	1034	21.74%
权益、债券、ETF、CTF	462	8.08%	382	8.03%
共同基金	878	15.36%	657	13.81%
第三方基金	420	7.35%	490	10.30%
咨询服务	2129	37.25%	1868	39.28%
其他资产	366	6.40%	325	6.83%
合计	5716	100.00%	4756	100.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

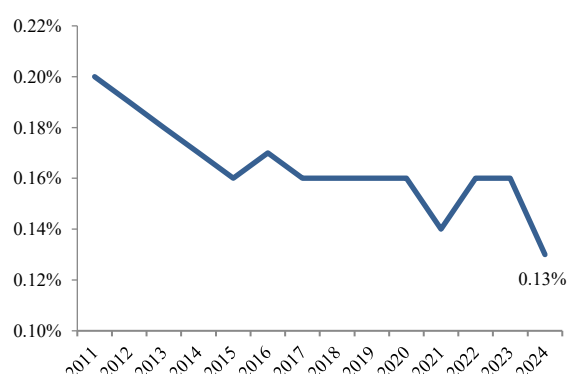
- 基于交易所的收入，包括为客户执行股票、期权、第三方共同基金和 ETF 等交易的佣金，固收做市收入以及订单流收入。公司取消在线佣金后，交易收入占比下滑较明显，尽管公司交易收入由 2011 年的 9.3 亿美元增长至 2024 年的 32.6 亿美元，但占比由 20%下降至 16%。成本方面，公司作为互联网券商，费用率较同行略低，同时公司获客成本也不断下降。2024 年平均每单位资产获客成本占比仅 0.13%，为公司的成本控制和客户快速增长带来了巨大优势。

图35: 2024 年嘉信理财成本收入比相对较低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图36: 嘉信理财平均每单位资产获客成本不断下行



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 贝莱德 – 美国基金系

贝莱德 (BlackRock) 于 1988 年成立，是全球最大的上市投资管理公司，为全球 100 多个国家/地区的客户提供服务，资产管理规模居全球首位。截至 2024Q1，贝莱德总资产规模约为 10.5 万亿美元，位居全球财富管理机构首位。

表12：贝莱德资产管理规模 2024Q1 居全球首位

排名	财富管理机构	国家/性质	资产管理 AUM (万亿美元)
1	贝莱德 (BlackRock)	美国/基金系	10.5
2	先锋 (Vanguard)	美国/基金系	9.3
3	富达 (Fidelity)	美国/基金系	5.3
4	道富 (State Street)	美国/银行系	4.3
5	摩根士丹利 (Morgan Stanley)	美国/银行系	3.6
6	摩根大通 (JPM)	美国/银行系	3.6
7	法国农业信贷银行 (Credit Agricole)	法国/银行系	2.9
8	高盛 (Goldman Sachs)	美国/银行系	2.8
9	瑞银 (UBS)	瑞士/银行系	2.6
10	资本集团 (Capital Group)	美国/基金系	2.6

数据来源：ADV Ratings，东吴证券研究所

公司发展历程可分为四个阶段：

1988-1994 年获黑石投资创立黑石财富管理——贝莱德的前身，奠定风控基因：1988 年，第一波士顿债券部门交易员拉里·芬克联合其他 7 位业内人士凭借私募巨头黑石公司 (Blackstone) 的 500 万美元种子基金成立黑石财富管理 (Blackstone Financial Management)，成为黑石的资产管理部门。芬克吸取了原工作中获得的风控教训，大力推动风险管理系统技术开发，同时资产管理标的由固定收益类产品逐步扩展到封闭式基金、养老金及信托等产品。

1995-2004 年开发风险管理系统，积淀风控核心竞争力：黑石财富管理在 1994 年被黑石出售给 PNC 金融服务集团并改名为贝莱德 (BlackRock)，PNC 向贝莱德提供大型分销网络并注入股权、流动资产、共同基金等业务。公司自主研发风险管理系统“阿拉丁” (Aladdin)，集数据分发、报告、风险管理、资产组合优化于一体，并在此基础上为投资者提供多元化的解决方案，逐步筑起风控护城河。

2005-2009 年通过资本运作成为全球最大资管机构：2004 年底贝莱德的资产管理规模已达到 3240 亿美元，前期的快速发展使其在资产管理领域具备强劲的竞争力。2004 年下半年开始，公司通过一系列并购继续增强核心竞争力；2009 年，贝莱德收购巴克莱全球投资 (Barclays Global Investor)，把业务扩展到 ETF 和零售投资人，并一举成为全

球最大的资产管理机构。

2010 年至今借被动投资崛起之势迅速扩张：金融危机后，全球央行竞相宽松推高资产价格，相比传统主动型基金，以指数基金为主的被动型投资基金获得了更可观的回报且具有更低的投资成本。贝莱德乘被动投资崛起的东风迅速扩张，将“阿拉丁”系统推向全球，同时继续通过并购等方式不断完善被动型投资产品以迎合客户和市场的偏好；此外，贝莱德进一步加大金融科技投入不断扩展其技术能力边界，凭借领先的技术服务持续改善客户体验。

表13：贝莱德发展历史

阶段	大事件
1988-1994 年：初期奠基	1988 年：前身黑石集团资管部
	1989 年：风险管理系统技术开发
	1992 年：独立更名贝莱德
	1988 年-1994 年，贝莱德 AUM 从 10 亿美元增长至 200 亿美元，年化复合增速达 64.8%
1995-2004 年：多元化发展	1995 年：黑石持有的贝莱德股份被 PNC 金融服务集团收购，PNC 向贝莱德提供其大型分销网络并注入股权、流动资产、共同基金等业务
	2000 年：推出 BlackRock Solutions® 风险管理及技术服务
	2002 年：Aladdin 交易前分析工具 AnSer 诞生
	1995 年-2004 年，贝莱德 AUM 从 530 亿美元增长至 3420 亿美元，年化复合增速达 23.0%
2005-2009 年：高速扩张	2005 年：收购道富研究与管理部门（SSRM）和投资顾问团队，实现从固收类产品拓展到权益类产品；提升 AUM520 亿美元
	2006 年：与美林资管（MLIM）合并，引入大量机构投资者，资产规模翻倍；提升 AUM5390 亿美元
	2007 年：斥资 17 亿美元收购全球最大 FOF 管理人 Quellos，提升 FOF 基金的规模及相应投资管理能力
	2008 年：次贷危机使众多大型金融机构深陷破产之际，贝莱德不但免受波及，而且还成为美国选择种清理有毒资产的专家顾问，名声大振
	2009 年：斥资 135 亿美元收购巴克莱全球投资者公司（BGI），获得旗下全球最大的 ETF 交易平台 iShares，从主动管理转移到被动投资，AUM 从 1.3 万亿跃至 3 万亿美元，成为全球第一大资产管理公司
	2005-2009 年，贝莱德 AUM 从 453 亿美元增长至 3346 亿美元，年化复合增长率达 64.8%
2010 年至今：坐稳龙头巩固护城河	2011 年：向卖方业务延伸，如成立小型资本市场、启动内部交易平台以降低对经纪商依赖、启用人工智能、积极在 ESG 领域开展投资；
	2012 年：收购 Claymore，加强在加拿大的零售业务，补充现有 ETF 产品线
	2015 年：斥资 2.73 亿美元收购业内领先智能投顾 Future Advisor，支持 BlackRock Solutions 平台的发展，将机器人投顾打造为 ETF 的一个分销渠道
	2016 年：创建财富管理平台 Aladdin Wealth；投资金融科技平台 iCapital Network，为高净值投资者及其顾问提供对冲基金
	2017 年：收购领先金融科技服务提供商 Cachematrix，提升现金管理流程技术
	2018 年：斥资 13 亿美元收购法国另类投资综合技术解决方案公司 eFront
	2020 年，贝莱德 AUM 达到 8.7 万亿美元

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.1. 以养老金等机构投资者为主

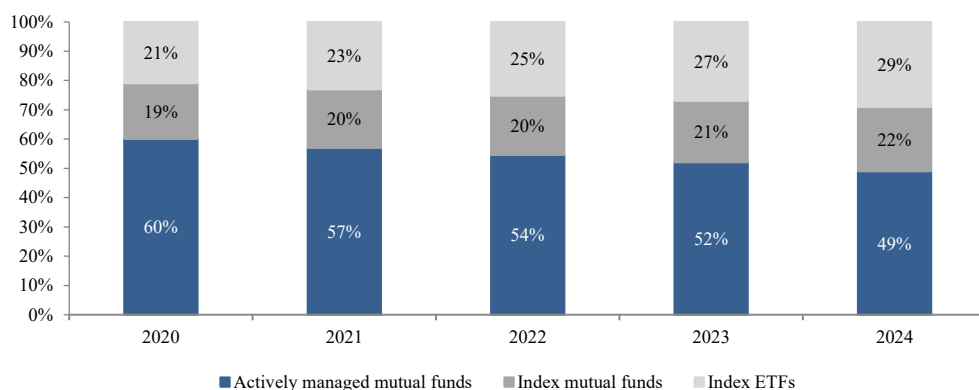
养老金等机构投资者为贝莱德目前的主要客户。按客户类型，公司客户可以分为零售投资者、iShares ETF 和机构投资者。截至 2024 年底，机构投资者的管理规模占比达到 54%，包括养老金、基金会、慈善捐赠基金、官方机构、其他金融机构和企业等。其中，养老金管理规模达 3.4 万亿美元，占机构客户管理规模的 63%。贝莱德成立之初便处于美国养老金市场规模迅速扩张的时期，公司看准此趋势、抢占养老金客户资源。旗下 LifePath 产品自 1993 年起就深耕养老金领域投资策略，2009 年公司收购 iShares 同时并入其养老金业务，当年贝莱德养老金规模从 0.27 万亿美元增至 1.46 万亿美元。目前，公司已成为全球最大的养老金管理机构，在美国以外的养老金市场也处于领先地位。如，2024 年日本养老金市场约 10% 的规模由贝莱德管理。

受益于全球被动投资崛起，贝莱德旗下的 iShares ETF 表现强劲，作为全球最大 ETF 供应商，我们预计有望成为公司 AUM 的主要增长点。2009 年金融危机后，贝莱德抓住机会完成对 BGI 的收购，成为世界上规模最大的资产管理公司，旗下的 iShares 规模也从收购完成时的 3 千亿美金增长到 2024 年的 4.2 万亿美元。2024 年 iShares ETF 系列年度净流入 1849 亿美元，机构投资者的年度净流入为 29 亿美元，零售投资者、现金管理净流入分别为 696 亿美元和 1133 亿美元。截至 2024 年底，公司 iShares ETF 客户资金占比 37%。此外，公司秉持全球化理念，积极在全球有发展潜力的经济体进行布局，2024 年末公司总资产管理规模有约 32% 来自于美国以外客户。同时，在传统的线下渠道方面，贝莱德并不具备银行/保险系资管机构的渠道成本优势，由此公司大力发展线上化、数字化的新兴分销渠道，以智能投顾满足客户的多样化需求。例如，公司收购数字财富管理服务供应商 FutureAdvisor、投资 Scalable Capital/iCapital/Acorns/Envestnet 等，目的即为依托大数据、人工智能等技术为客户提供理财顾问服务。

4.2. 以权益类，被动投资产品为主，打造全谱系产品

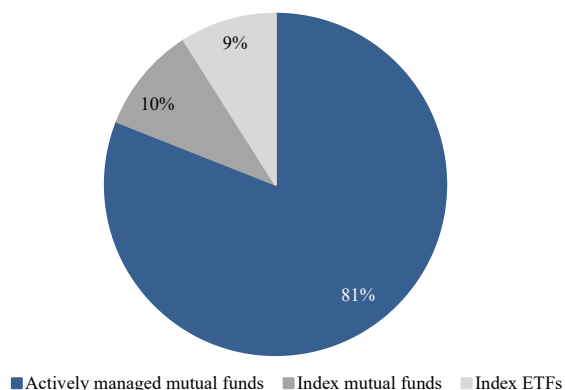
近年来，随着主动投资基金的资金向被动投资基金流动，美国被动投资基金的占比加速扩张。与传统的共同基金相比，被动产品拥有更低的费率，能帮助投资者获得更高的收益，尤其在投顾业务加速发展的推动下，被动产品规模快速增长。据 ICI，截至 2024 年，美国被动投资基金的资产已超过主动管理基金（2024 年美国主动管理基金规模占比为 49%）。

图37: 美国被动基金（指数共同基金+ETFs）占比扩大



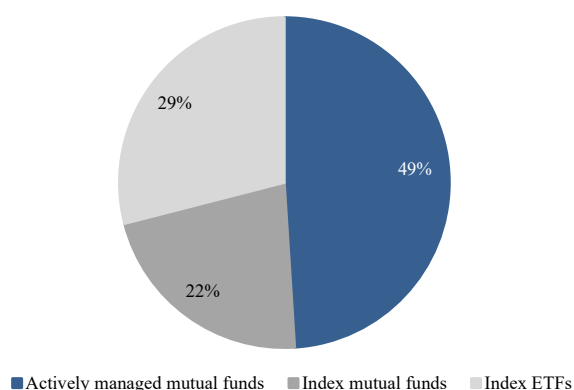
数据来源：ICI，东吴证券研究所

图38: 美国指数基金占比（2010 年）



数据来源：ICI，东吴证券研究所

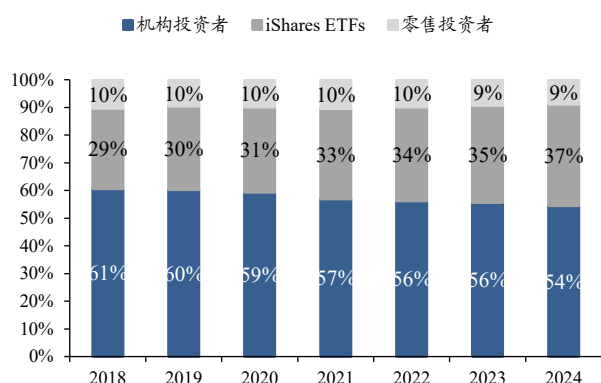
图39: 美国指数基金占比（2024 年）



数据来源：ICI，东吴证券研究所

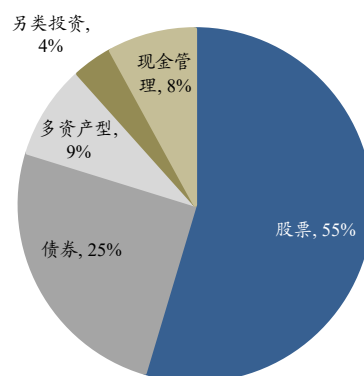
资产端以权益类、被动投资产品为主，打造全谱系产品。投资风格方面，公司已形成以被动投资为主的投资风格。截至 2024 年底，公司指数基金及 iShare ETF 合计规模达 7.61 万亿美元，占公司资管规模（剔除投资咨询规模）的 65%。主动管理类产品规模（包括主动型权益及固定收益产品、多资产型产品、另类投资）合计 3.02 万亿美元，占比 26%；短期现金管理产品规模 0.92 万亿美元，占比 8%。产品类型方面，公司已由早期的固收类产品为主发展至当前以权益类投资为主、债券/多资产/另类投资产品多样化发展的产品体系。截至 2024 年底，股票产品规模 6.3 万亿美元，占比 55%；债券产品 2.9 万亿美元，占比 25%；多资产产品 9929 亿美元，占比 9%；另类投资产品 4218 亿美元，占比 4%；现金管理产品 9207 亿美元、占比 8%。

图40: 贝莱德资金来源以机构投资者为主



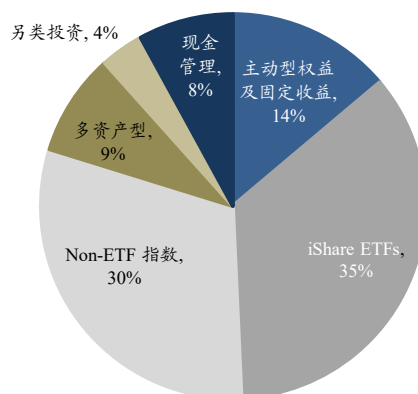
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 贝莱德 2024 年产品分类 (按投资风格)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图42: 贝莱德 2024 年产品分类 (按产品类型)

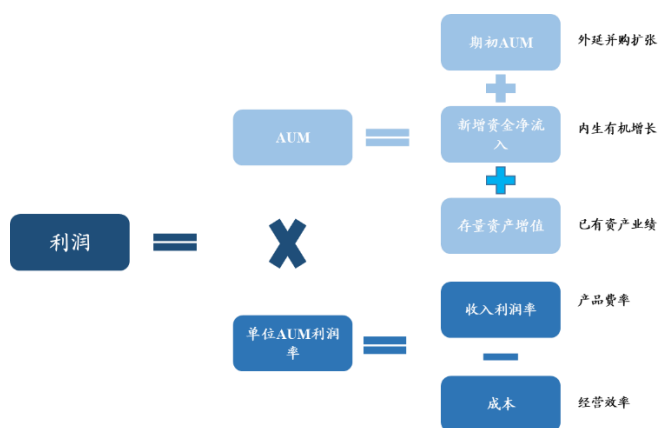


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 盈利模式: 扩规模, 降费率; 以量补价

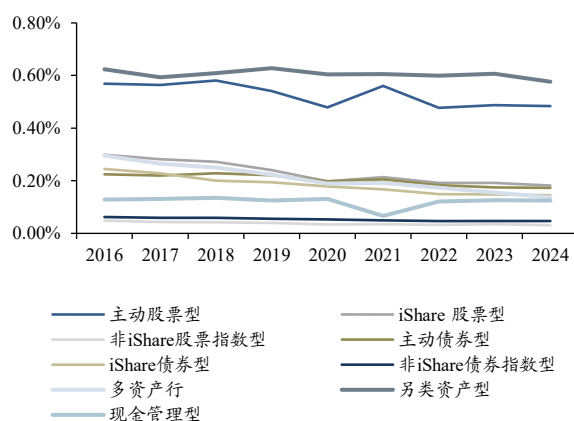
采取以量补价策略, 低费率产品促进整体资管规模快速扩张。财富管理公司的利润增长, 主要来源于 AUM 扩张和单位 AUM 利润率提升。AUM 扩张方面, 贝莱德通过对外并购、存量资产保值增值以及自身业务增长来实现 AUM 的稳定提升。单位 AUM 利润率方面, 公司为客户提供颇具价格竞争力的低费率产品, 各类产品基础管理费率 (Base fee/AUM) 近年来整体呈下降趋势。尽管单位 AUM 利润率难以提升, 但低费率策略促进了公司 AUM 的增长, 公司通过 AUM 快速扩张来弥补单位 AUM 利润率的不足。

图43: 财富管理利润由 AUM 及单位利润率驱动



数据来源：东吴证券研究所

图44: 贝莱德不同类型产品平均基础管理费率%

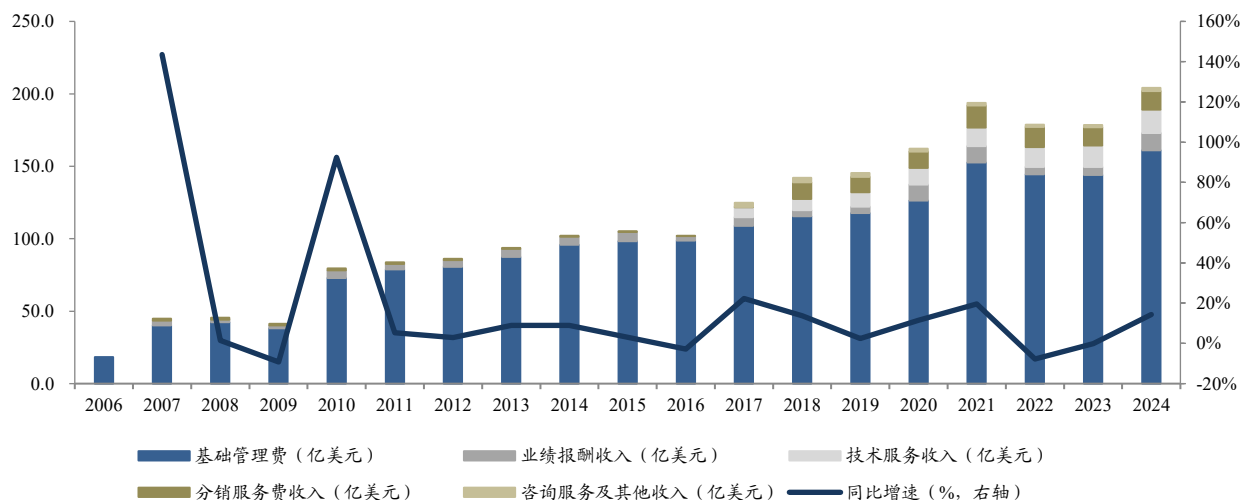


数据来源：Wind，东吴证券研究所

以基于 AUM 的基础管理费收入为主，业绩报酬、技术服务、产品分销、咨询服务收入为辅。2024 年，贝莱德实现营业收入 204.1 亿美元，同比增长 14.3%，过去 15 年年化复合增速 14.2%，处于行业领先地位。从 2024 年收入构成来看，贝莱德收入主要来自于投资咨询、管理费用及证券借贷业务，具体可划分为基础管理费收入（79%）、业绩报酬收入（6%）、技术服务收入（8%）、产品分销收入（6%）、咨询服务及其他收入（1%）。

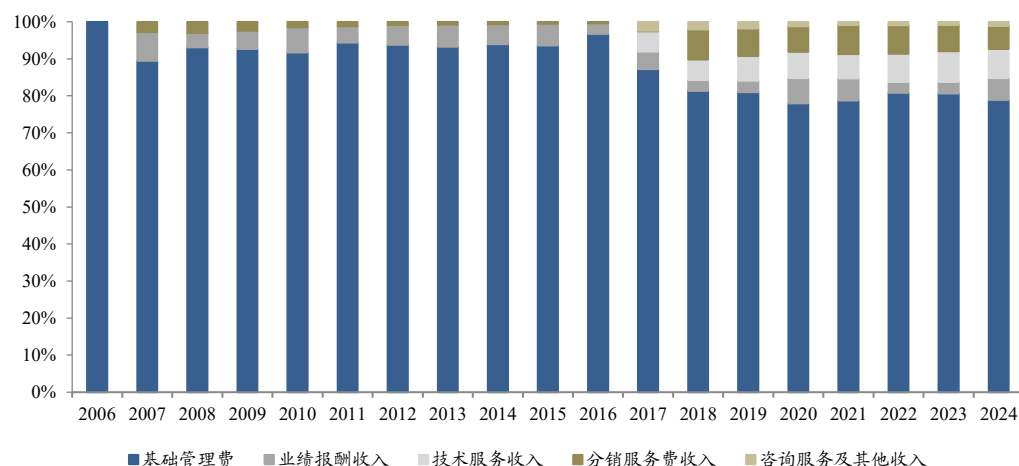
1) **基础管理费收入**：2024 年收入 161 亿美元，同比增长 12%，收入贡献稳定在 80% 左右，是公司最主要收入来源。基础管理费是基于资管规模收取的管理费，不同类别的产品基于 AUM 的收费标准有所不同、AUM 受市场价值波动和资金净流入的共同影响。此外，基础管理费收入中也包括向客户收取的证券借贷相关费用以及代理客户买卖证券的佣金收入。2) **业绩报酬收入**：2024 年收入 12 亿美元，大幅增长 118%，收入贡献接近成倍增长至 5.9%（前值 3.1%）。业绩报酬收入是根据投资咨询协议按相对/绝对投资业绩收取的绩效费，通常基于超过某些基准或业绩目标的程度和约定的提取比例、在服务周期结束时收取确认，是主动管理收入，因此在公司以被动投资为主的业务结构中占比较小。3) **技术服务收入**：2024 年收入 16 亿美元，同比增长 8%，收入贡献为 7.9%。技术服务收入来自向包括银行、保险公司、养老金、资管机构、零售分销商等各类客户提供投资管理技术系统、风险管理服务、财富管理及数字化分销工具等产生的收入。4) **分销服务费收入**：2024 年收入达 12.7 亿美元，同比增长 1%，收入贡献 6.2%。分销服务费收入是公司基于 AUM 收取的分销投资产品和相关支持服务的费用，同时也需要向第三方销售渠道支付产品分销成本。5) **咨询服务及其他收入**：2024 年收入为 2.2 亿美元，同比增长 41%，收入贡献 1.1%。咨询服务收入来自为全球金融机构、监管机构及政府提供的风险、监管、资本市场和战略服务方面的咨询服务收费。

图45: 贝莱德营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

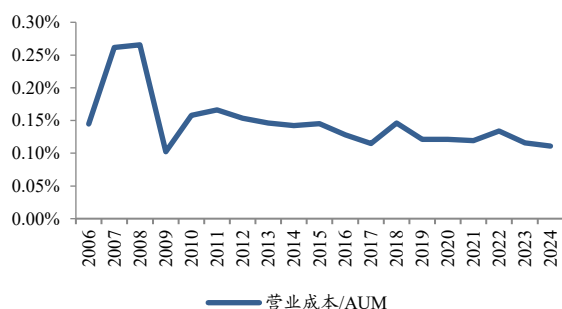
图46: 贝莱德营业收入构成（2018-2024 年基础管理费收入占比达 80% 左右）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

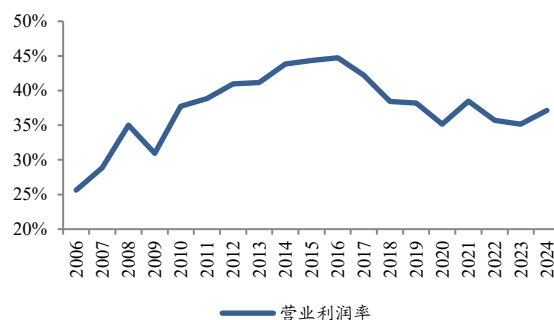
成本端，得益于公司持续增长的 AUM 所带来的规模效应、公司成熟分销网络下良好的销售成本控制、高效的运营管理、以及量化投资及 AI 等技术应用下对投资管理人員数量需求的降低，公司成本控制优秀。2024 年公司平均资产费用率（总费用/AUM）下降至 0.11%，经营利润率维持在 35% 以上。

图47: 贝莱德平均资产费用率 (总费用/AUM)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图48: 贝莱德经营利润率维持在 35%以上



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.4. 智能投顾发展

通过收购 FutureAdvisor、投资 Scalable Capital 等机器人投顾, 减少人力成本, 增加 ETF 分销渠道。2015 年, 贝莱德收购了美国理财初创公司 FutureAdvisor, 成为贝莱德解决方案的一部分。公司将产品出售给经纪人和财务顾问, 再由 FutureAdvisor 为客户提供服务。收购前, FutureAdvisor 拥有大约 3460 个账户并管理着 2.32 亿美金。在 2015 年宣布与贝莱德的交易之后, 账户数量增长到 13751 个, 管理资金增长到 9.69 亿美金。2017 年, 贝莱德进军欧洲的智能投顾市场, 投资了德国数字投资管理公司 Scalable Capital。此轮投资中, 贝莱德等投资方为 Scalable Capital 提供 3000 万欧元的资金用于全面扩展风险投资业务。这些资金有助于其与金融机构和企业合作扩大智能投顾业务。2019 和 2020 年, Scalable Capital 分别完成 C 轮、D 轮融资, 融资规模分别达到 2500 万欧元和 5000 万欧元, 贝莱德均参与其中。

表14: Scalable Capital 融资历程

时间	交易金额	融资轮次	投资方
2021 年 6 月 10 日	1.8 亿美元	战略融资	腾讯投资
2020 年 7 月 24 日	5000 万欧元	D 轮	贝莱德 HV Holtzbrinck Ventures (HHV) Tengelmann Ventures
2019 年 8 月 2 日	2500 万欧元	C 轮	贝莱德 HV Holtzbrinck Ventures (HHV) Tengelmann Ventures
2017 年 6 月 20 日	3000 万欧元	B 轮	贝莱德 MPGI Tengelmann Ventures HV Holtzbrinck Ventures (HHV)
2016 年 4 月 6 日	700 万欧元	A 轮	Monk's Hill Ventures Tengelmann Ventures HV Holtzbrinck Ventures (HHV)
2015 年 4 月 1 日	400 万欧元	天使轮	未披露

数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所

相较于其他智能投顾平台,FutureAdvisor 具有更便捷安全、投资种类更多等优势。

FutureAdvisor 是一家总部位于旧金山的在线智能投顾平台,由 Microsoft 前员工 Bo Lu 和 Jon Xu 于 2010 年创立。在运营模式上,FutureAdvisor 没有自己的资金池,只负责管理投资者在 TD Ameritrade 与 Fidelity 中的投资账户,为投资者提供投资选择、交易与调仓服务。目标客户群体包括:1) 已经拥有 Fidelity 或 TD Ameritrade 账户的投资者;2) 崇尚互联网化理财方案、乐于接受智能理财概念的人群,他们需要不受情绪干扰的智能投顾为他们带来更加稳定、持续的投资收益;3) 自主理财困难、但又负担不起亦或不愿线下接触传统经纪人的投资者,如千禧一代的年轻人,FutureAdvisor 可以为他们提供便捷化、专业化的资产配置建议。

和更早成立的 Betterment、Wealthfront 和 Personal Capital 相比,FutureAdvisor 有自己的优势和特色:1) 不需要将资产转移到其平台,安全性、便捷性较高;2) 允许客户在账户中加入少量个人选择的证券,给予客户更好的投资体验、增强双向互动;3) 是为数不多持有国际新兴债务或者债券和全球房地产基金智能投顾平台之一,投资种类更多样。

表15: FutureAdvisor 与美国主流智能投顾平台对比

	FutureAdvisor	Betterment	Wealthfront	Personal Capital
最低投资额	5000 美元	Betterment Digital 无最低投资额; Betterment Premium 最低投资 10 万美元	500 美元	免费的投资管理工具无最低投资额; 管理账户最低投资额 10 万美元
费率	总规模的 0.5%, 每季度收取 0.125%	Digital 两百万美元以下 0.25%, 两百万美元以上 0.15%; Premium 两百万美元以下 0.40%, 两百万美元以上 0.30%	总规模的 0.25%; 现金账户无费率	一百万到二百九十万美元为 0.89%; 一千万美元以上为 0.49%; 资产规模越大, 费率越低
特征	1. 通过 TD Ameritrade 或 Fidelity 账户投资 2. 为增强组合表现, 在必要时 FutureAdvisor 会配置一部分 ETF 3. 除推荐配置外, 客户可以保留一定自主投资头寸	1. 有数字和混合投资管理(具有财务顾问访问权限)的选择 2. 所有投资者都可以联系到财务顾问	1. 数字化财务管理 2. 每天都进行税收权衡 3. 可以进行贷款	1. 对于付费用户可以提供注册财务会计师、完整的财务计划、个人股票、多样化的资产类别和税收权衡 2. 面向所有人都有免费投资和退休管理工具
投资标的	基于 14 种资产的分散化指数基金	不同资产类别的交易所交易的低费率基金	低费率多样化的股票和 ETF	个股、低费率债券和可选 ETF, 账户一百万美元以上可以投资债券

数据来源: Fintech 理论与实践小课堂公众号, 东吴证券研究所

相比于传统金融机构的投资顾问，Scalable Capital 的服务具有很高的技术含量和科学性，完全通过数据驱动投资决策，能够消除不利的人为决策因素，提高客户信任度。Scalable Capital 是一家成立于 2014 年的数字化财富管理公司，总部位于德国慕尼黑。产品致力于帮助用户监测管理股票等投资组合，公司提供 ETF、股票和加密货币每月储蓄计划，用户只需缴纳 2.99 欧元的月费就能够使用平台交易 ETF。从业务结构来看，Scalable Capital 目前拥有 B2B 和 B2C 两类业务，在 ToB 方面，公司与银行、金融机构合作，为其设计“自动顾问”功能，其客户包括巴克莱银行、西门子金服等；在 ToC 方面，公司推出“会员经纪人”，给个人投资者提供理财服务。

相比于传统金融机构的投资顾问，Scalable Capital 的核心优势在于：1）具有很高的技术含量和科学性，消除不利的人为决策因素。投资决策完全通过数据驱动，由工程师和博士设计和计算出来的各种数据模型完成，并通过算法实现严格的风险控制。这种投资决策方式最大程度地消除了人为因素，使投资者能够放心地把钱交给公司进行管理；2）具有很高的账户信息透明度和投资便捷性。客户只需要告知投资金额以及风险偏好，并在开设的账户上存钱，所有账户信息对客户完全透明；3）最大程度地利用了 ETF 标的涵盖范围广、成本低、便捷等优势。其投资领域集中在 ETF，按照流动性和透明度、成本、效率、标的全球化等标准，对全球所有 ETF 指数基金进行扫描研究，筛选出其中最好的一批 ETFs 服务于客户。

5. 风险提示

- 1) 宏观经济波动加大，可能造成资本市场波动加大，投资者风险偏好下降，压制财富管理需求；
- 2) 资管行业竞争加剧，各类机构及互联网平台入局，费率下行叠加运营成本增加，可能造成行业利润率下降。
- 3) 监管政策趋严，合规成本上升、业务调整压力增大，可能拖累行业财富管理转型进程；

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>